

Strukturierte Produkte in der Schweiz aus Sicht des  
Privatanlegers

Empirische und ökonomische Analyse des Anlegerverhaltens

**Dissertation**  
**der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät**  
**der Universität Zürich**

zur Erlangung der Würde  
eines Doktors der Ökonomie

vorgelegt von

Benjamin Wilding  
von Fischenthal, ZH

genehmigt auf Antrag von

Prof. Dr. Rudolf Volkart  
Prof. Dr. Alexander F. Wagner

Die Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Universität Zürich gestattet hierdurch die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

Zürich, 27. Oktober 2010

Der Dekan: Prof. Dr. Dr. Josef Falkinger

Homo doctus in se semper divitias habet. *Phaedrus*



# Vorwort

Die vorliegende Arbeit ist im Rahmen meiner Tätigkeit als Assistent am Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich entstanden. Zum Gelingen dieser Dissertation haben verschiedene Personen beigetragen, denen ich herzlich danken möchte.

Zum Dank verpflichtet bin ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Rudolf Volkart, der mich sowohl in fachlichen Diskussionen als auch in persönlichen Gesprächen unterstützt hat. Prof. Dr. Alexander Wagner danke ich für die Übernahme des Koreferats.

Nicole Jenny, Lisa Farmer, Ingrid Wilding und Beat Affolter danke ich für die konstruktive Kritik bei der Durchsicht meines Manuskripts und die emotionale Unterstützung während der Erarbeitung der Dissertation.

Winterthur, im Juli 2010

Benjamin Wilding



# Inhaltsverzeichnis

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>Einleitung</b>   | <b>1</b>  |
| 1.1      | Einführung in die Thematik . . . . .  | 1         |
| 1.2      | Fragestellung und Zielsetzung . . . . .   | 1         |
| 1.3      | Aufbau der Arbeit und methodisches Vorgehen . . . . .                                     | 2         |
| 1.4      | Definition von Strukturierten Produkten . . . . .   | 3         |
| 1.4.1    | Kombination von Finanzinstrumenten . . . . .  | 5         |
| 1.4.2    | Bestimmung des Wertes . . . . .   | 5         |
| 1.4.3    | Emission als Schuldverschreibung . . . . .  | 6         |
| <b>2</b> | <b>Strukturierte Produkte in der Schweiz</b>  | <b>7</b>  |
| 2.1      | Historische Entwicklung des Schweizer Marktes . . . . .                                   | 7         |
| 2.1.1    | Erste Strukturierte Produkte in der Schweiz (1991–1994) . . . . .                         | 8         |
| 2.1.2    | Erste Wachstumsphase und erhöhte Komplexität (1995–1999) . . . . .                        | 8         |
| 2.1.3    | Konsolidierung des Marktes und Individualisierung der Produkte (2000–2004) . . . . .      | 9         |
| 2.1.4    | Zweite Wachstumsphase und Marktreife (2004–2006) . . . . .                                | 10        |
| 2.1.5    | Höhepunkt und erste Krisenanzeichen (2007) . . . . .                                      | 12        |
| 2.1.6    | Börsenkrise und Vertrauensverlust (2008) . . . . .  | 14        |
| 2.1.7    | Rückbesinnung und vertrauensbildende Massnahmen (2009) . . . . .                          | 16        |
| 2.2      | Kategorisierung von Strukturierten Produkten . . . . .                                    | 17        |
| 2.3      | Aktuelle Schweizer Marktdaten . . . . .   | 19        |
| 2.3.1    | Statistiken zu börsenkotierten Strukturierten Produkten . . . . .                         | 20        |
| 2.3.2    | Anteil an Strukturierten Produkten in Kundendepots bei Schweizer Banken . . . . .         | 26        |
| <b>3</b> | <b>Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten ausgewählter Strukturiert-<br/>er Produkte</b> | <b>33</b> |
| 3.1      | Partizipationsprodukte . . . . .  | 35        |
| 3.1.1    | Tracker-Zertifikate . . . . .   | 36        |
| 3.1.2    | Bonus-Zertifikate . . . . .   | 39        |
| 3.1.3    | Outperformance-Zertifikate . . . . .  | 41        |
| 3.1.4    | Outperformance-Bonus-Zertifikate . . . . .  | 43        |
| 3.1.5    | Twin-Win-Zertifikate . . . . .  | 44        |
| 3.1.6    | Gesamtfazit Partizipationsprodukte . . . . .  | 47        |
| 3.2      | Renditeoptimierungsprodukte . . . . .   | 47        |
| 3.2.1    | Discount-Zertifikate . . . . .  | 48        |
| 3.2.2    | Barrier Discount-Zertifikate . . . . .  | 51        |
| 3.2.3    | Reverse Convertibles . . . . .  | 52        |
| 3.2.4    | Barrier Reverse Convertibles . . . . .  | 55        |
| 3.2.5    | Capped Outperformance-Zertifikate . . . . .   | 57        |
| 3.2.6    | Capped Bonus-Zertifikate . . . . .  | 59        |
| 3.2.7    | Express-Zertifikate . . . . .   | 61        |
| 3.2.8    | Gesamtfazit Renditeoptimierungsprodukte . . . . .   | 63        |
| 3.3      | Kapitalschutzprodukte . . . . .   | 64        |

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| 3.3.1    | Kapitalschutz ohne Cap . . . . .   | 64        |
| 3.3.2    | Exchangeable-Zertifikate . . . . .   | 67        |
| 3.3.3    | Kapitalschutz mit Cap . . . . .  | 68        |
| 3.3.4    | Kapitalschutz mit Knock-Out . . . . .  | 70        |
| 3.3.5    | Kapitalschutz mit Coupon . . . . .   | 72        |
| 3.3.6    | Gesamtfazit Kapitalschutzprodukte . . . . .  | 75        |
| <b>4</b> | <b>Strukturierte Produkte im Kontext der Finance-Theorien</b>  | <b>77</b> |
| 4.1      | Grundlagen der neoklassischen Finance-Theorie . . . . .  | 77        |
| 4.1.1    | Erwartungsnutzen-Theorie und rationale Investoren . . . .  | 78        |
| 4.1.2    | Modern Portfolio-Theorie und Capital Market Line . . . .   | 79        |
| 4.2      | Strukturierte Produkte im Kontext der neoklassischen Finance-Theorie . . . . .                         | 82        |
| 4.3      | Grundlagen der Behavioral Finance . . . . .  | 83        |
| 4.3.1    | Entstehung der Behavioral Finance . . . . .  | 84        |
| 4.3.2    | Prospect-Theorie . . . . .   | 87        |
| 4.3.3    | Weiterentwicklung der Behavioral Finance . . . . .   | 89        |
| 4.3.4    | Cumulative Prospect-Theorie . . . . .  | 91        |
| 4.4      | Strukturierte Produkte im Kontext der Behavioral Finance . . .   | 92        |
| 4.5      | Weitere Fragestellungen für die empirische Untersuchung . . . . .                                      | 97        |
| <b>5</b> | <b>Empirische Untersuchung des Bekanntheitsgrades und der Wahrnehmung von Strukturierten Produkten</b> | <b>99</b> |
| 5.1      | Konzeption der Datenerhebung . . . . .   | 99        |
| 5.1.1    | Methodik der Befragung . . . . .   | 100       |
| 5.1.2    | Aufbau und Struktur der Befragung . . . . .  | 100       |
| 5.2      | Statistische Grundlagen zur Datenanalyse . . . . .   | 103       |
| 5.2.1    | Chi-Quadrat-Test und Cramérs V . . . . .   | 103       |
| 5.2.2    | Logistische und ordinale Regression . . . . .  | 104       |
| 5.2.3    | Mängel der verwendeten statistischen Methoden . . . . .  | 104       |
| 5.3      | Bekanntheitsgrad und Besitz von Strukturierten Produkten in der Schweiz . . . . .                      | 105       |
| 5.3.1    | Bekanntheitsgrad sowie Besitz unterschiedlicher Anlageinstrumente . . . . .                            | 105       |
| 5.3.2    | Bekanntheitsgrad der Produktkategorien . . . . .   | 109       |
| 5.3.3    | Bekanntheitsgrad der Produktbezeichnungen . . . . .  | 111       |
| 5.3.4    | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .   | 112       |
| 5.4      | Risikoneigung und finanzwirtschaftliche Kenntnisse . . . . .   | 113       |
| 5.4.1    | Selbsteinschätzung der individuellen Risikoneigung . . . .   | 113       |
| 5.4.2    | Kenntnisse in allgemeinen Finanzfragen . . . . .   | 114       |
| 5.4.3    | Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte . . . . .                                | 116       |
| 5.4.4    | Kenntnisse über Strukturierte Produkte . . . . .   | 118       |
| 5.4.5    | Überprüfung der Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte . . . . .                | 121       |
| 5.4.6    | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .   | 123       |



|       |  |     |
|-------|--|-----|
| 5.5   | Wahrnehmung und Risikoeinschätzung von Strukturierten Produkten . . . . .          | 123 |
| 5.5.1 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten . . . . .                                 | 124 |
| 5.5.2 | Zufriedenheit mit dem Preis-Leistungsverhältnis . . . . .                          | 130 |
| 5.5.3 | Durchschnittliche Risikoeinschätzung unterschiedlicher Anlageinstrumente . . . . . | 131 |
| 5.5.4 | Individuelle Risikoeinschätzung unterschiedlicher Anlageinstrumente . . . . .      | 135 |
| 5.5.5 | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .   | 137 |

## 6 Empirische Untersuchung des Anlageprozesses bei Strukturierten Produkten 139

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| 6.1   | Vermögensallokation nach Anlageklassen . . . . .  | 139 |
| 6.1.1 | Vermögensallokation der Bevölkerung nach Anlageklassen                                    | 139 |
| 6.1.2 | Vermögensallokation der Besitzer nach Anlageklassen . . .                                 | 140 |
| 6.2   | Diversifikation bei Strukturierten Produkten . . . . .                                    | 141 |
| 6.2.1 | Anlage in einzelne Produktkategorien . . . . .  | 142 |
| 6.2.2 | Durchschnittliches Gewicht eines einzelnen Strukturierten Produkts im Depot . . . . .     | 144 |
| 6.3   | Informationsphase im Anlageprozess . . . . .  | 145 |
| 6.3.1 | Dauer der Informationsbeschaffung . . . . .   | 145 |
| 6.3.2 | Medien zur Informationsbeschaffung . . . . .  | 147 |
| 6.3.3 | Zufriedenheit mit Informationen der Emittenten . . . . .                                  | 151 |
| 6.3.4 | Erster Kontakt mit Strukturierten Produkten . . . . .                                     | 153 |
| 6.3.5 | Beratung durch die Bank . . . . .   | 154 |
| 6.3.6 | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .  | 156 |
| 6.4   | Entscheidungsphase im Anlageprozess . . . . .   | 157 |
| 6.4.1 | Prozess der Anlageentscheidung . . . . .  | 157 |
| 6.4.2 | Informationsquellen für den Kaufimpuls . . . . .  | 159 |
| 6.4.3 | Vergleich von Produkten und Emittenten vor dem Kauf .                                     | 160 |
| 6.4.4 | Entscheidungskriterien für den Kauf von Strukturierten Produkten . . . . .                | 163 |
| 6.4.5 | Anlageziele beim Kauf von Strukturierten Produkten . . .                                  | 165 |
| 6.4.6 | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .  | 167 |
| 6.5   | Handelsphase im Anlageprozess . . . . .   | 167 |
| 6.5.1 | Anzahl an Transaktionen mit Strukturierten Produkten .                                    | 169 |
| 6.5.2 | Durchschnittliches Transaktionsvolumen bei Strukturierten Produkten . . . . .             | 170 |
| 6.5.3 | Zeitpunkt des Kaufs von Strukturierten Produkten . . . .                                  | 171 |
| 6.5.4 | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .  | 173 |
| 6.6   | Phase der Messung des Anlageerfolgs im Anlageprozess . . . . .                            | 173 |
| 6.6.1 | Kursbeobachtung der Strukturierten Produkte durch den Anleger . . . . .                   | 174 |
| 6.6.2 | Quellen für die Kursbeobachtung . . . . .   | 176 |
| 6.6.3 | Erzielte Performance mit Strukturierten Produkten . . . .                                 | 177 |
| 6.6.4 | Einfluss der Performance auf die Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten . . . . . | 182 |

|          |  |            |
|----------|--|------------|
| 6.6.5    | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .   | 184        |
| <b>7</b> | <b>Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten im Schweizer Markt</b>               | <b>187</b> |
| 7.1      | Methodik zur Identifikation potentieller Käufer . . . . .                                  | 187        |
| 7.2      | Methodik zur Abschätzung des Entwicklungspotenzials von Strukturierten Produkten . . . . . | 190        |
| 7.3      | Beurteilung der Nicht-Kenner als potenzielle Käufer . . . . .                              | 191        |
| 7.3.1    | Charakterisierung der Nicht-Kenner . . . . .   | 192        |
| 7.3.2    | Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten bei Nicht-Kennern . . . . .             | 192        |
| 7.3.3    | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .   | 193        |
| 7.4      | Beurteilung der Noch-Nie-Besitzer als potenzielle Käufer . . . . .                         | 194        |
| 7.4.1    | Charakterisierung der Noch-Nie-Besitzer . . . . .  | 194        |
| 7.4.2    | Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten bei Noch-Nie-Besitzern . . . . .        | 195        |
| 7.4.3    | Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten . . . . .                               | 196        |
| 7.4.4    | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .   | 197        |
| 7.5      | Beurteilung der Ex-Besitzer als potenzielle Käufer . . . . .                               | 198        |
| 7.5.1    | Charakterisierung der Ex-Besitzer . . . . .  | 199        |
| 7.5.2    | Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten bei Ex-Besitzern . . . . .              | 199        |
| 7.5.3    | Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten . . . . .                               | 199        |
| 7.5.4    | Wesentliche Erkenntnisse . . . . .   | 201        |
| <b>8</b> | <b>Zusammenfassung, Schlussfolgerungen und Ausblick</b>                                    | <b>203</b> |
| 8.1      | Strukturierte Produkte als Anlageinstrument für Privatanleger . . . . .                    | 203        |
| 8.1.1    | Strukturierte Produkte aus Sicht der Finance-Theorien . . . . .                            | 203        |
| 8.1.2    | Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten in der Schweiz . . . . .                | 205        |
| 8.2      | Antworten auf die Fragestellungen . . . . .  | 206        |
| 8.3      | Handlungsempfehlungen für Emittenten und Privatanleger . . . . .                           | 210        |
| <b>9</b> | <b>Anhang</b>  | <b>215</b> |
|          | <b>Literatur</b>   | <b>219</b> |

## Abbildungsverzeichnis

|    |   |    |
|----|---|----|
| 1  | Auszahlungsprofile Kapitalschutz-, Renditeoptimierungs- und Partizipationsprodukte . . . . .  | 18 |
| 2  | Anteil verschiedener Finanzinstrumente am jährlichen Umsatz der SIX von 2000 bis 2009 . . . . .   | 21 |
| 3  | Anteil verschiedener Finanzinstrumente an Handelsabschlüssen an der SIX von 2000 bis 2009 . . . . .   | 22 |
| 4  | Monatlicher Umsatz von Strukturierten Produkten an der SWX/Scoach von 2005 bis 2009 . . . . .   | 23 |
| 5  | Trendlinien des monatlichen Umsatzes von Strukturierten Produkten an der SWX/Scoach von 2005 bis 2009 . . . . .   | 24 |
| 6  | Absolute Entwicklung der Anzahl kotierter Produkte an SWX/Scoach von 2005 bis 2009 . . . . .  | 25 |
| 7  | Entwicklung des in Strukturierte Produkte angelegten Vermögens und des Anteils am Gesamtvermögen von 2005 bis 2009 . . . . .                            | 27 |
| 8  | Entwicklung des Anteils des von inländischen und ausländischen Depotinhabern in Strukturierte Produkte angelegten Vermögens von 2005 bis 2009 . . . . . | 28 |
| 9  | Vermögensallokation bei inländischen und ausländischen Depotinhabern im Dezember 2009 . . . . .   | 29 |
| 10 | Anteil des in Strukturierte Produkte angelegten Vermögens bei privaten, kommerziellen und institutionellen Depotinhabern Ende Dezember 2009 . . . . .   | 30 |
| 11 | Anteil des in Produktkategorien angelegten Vermögens Ende Dezember 2009 . . . . .   | 30 |
| 12 | Allokation in Produktkategorien bei inländischen und ausländischen Depotinhabern Dezember 2009 . . . . .  | 31 |
| 13 | Auszahlungsprofil eines Kapitalschutzprodukts auf den Swiss Market Index . . . . .  | 34 |
| 14 | Auszahlungsprofil eines Kapitalschutzprodukts auf den Swiss Market Index mit Gewinn- und Verlustbereichen . . . . .                                     | 35 |
| 15 | Auszahlungsprofil Tracker-Zertifikat . . . . .  | 37 |
| 16 | Auszahlungsprofil Bonus-Zertifikat . . . . .  | 39 |
| 17 | Auszahlungsprofil Outperformance-Zertifikat . . . . .   | 42 |
| 18 | Auszahlungsprofil Outperformance-Bonus-Zertifikat . . . . .   | 43 |
| 19 | Auszahlungsprofil Twin-Win-Zertifikat . . . . .   | 45 |
| 20 | Auszahlungsprofil Discount-Zertifikat . . . . .   | 48 |
| 21 | Auszahlungsprofil Barrier Discount-Zertifikat . . . . .   | 51 |
| 22 | Auszahlungsprofil Reverse Convertible . . . . .   | 53 |
| 23 | Auszahlungsprofil Barrier Reverse Convertible . . . . .   | 55 |
| 24 | Auszahlungsprofil Capped Outperformance-Zertifikat . . . . .  | 58 |
| 25 | Auszahlungsprofil Capped Bonus-Zertifikat . . . . .   | 60 |
| 26 | Auszahlungsprofil Express-Zertifikat . . . . .  | 62 |
| 27 | Auszahlungsprofil Kapitalschutz ohne Cap . . . . .  | 65 |
| 28 | Auszahlungsprofil Exchangeable-Zertifikat . . . . .   | 68 |
| 29 | Auszahlungsprofil Kapitalschutz mit Cap . . . . .   | 69 |

|    |  |     |
|----|--|-----|
| 30 | Auszahlungsprofil Kapitalschutz mit Knock-Out . . . . .  | 71  |
| 31 | Auszahlungsprofil Kapitalschutz mit Coupon . . . . .   | 73  |
| 32 | Nutzenfunktion in der Prospect-Theorie . . . . .   | 89  |
| 33 | Funktion der subjektiven Entscheidungsgewichte in Abhängigkeit<br>der objektiven Eintrittswahrscheinlichkeit . . . . .           | 92  |
| 34 | Nutzenfunktion in der Cumulative Prospect-Theorie . . . . .  | 93  |
| 35 | Struktur der Befragung . . . . .   | 102 |
| 36 | Besitzgruppen . . . . .  | 106 |
| 37 | Subjektive Risikoneigung nach Besitzgruppen . . . . .  | 114 |
| 38 | Kenntniseinschätzung über Strukturierte Produkte nach Besitz-<br>gruppen . . . . .   | 117 |
| 39 | Anzahl korrekt beurteilter Aussagen über Strukturierte Produkte<br>nach Besitzgruppen . . . . .                                  | 120 |
| 40 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Transpa-<br>renz, Kosten und Risiko . . . . .                                 | 125 |
| 41 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Risikograd  | 126 |
| 42 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Verständ-<br>lichkeit und Modernität . . . . .                                | 127 |
| 43 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Risiko-<br>grad nach Besitzgruppen . . . . .                                  | 127 |
| 44 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Transpa-<br>renz nach Kenntnisstand . . . . .                                 | 128 |
| 45 | Prozentuale Allokation des Vermögens der Besitzgruppen . . . . .   | 140 |
| 46 | Prozentuale Allokation des Vermögens der Besitzer . . . . .  | 141 |
| 47 | Prozentuale Allokation des Vermögens der Besitzer nach Vermö-<br>gensklasse . . . . .  | 142 |
| 48 | Anzahl Strukturierte Produkte im Depot . . . . .   | 143 |
| 49 | Durchschnittliches Gewicht eines einzelnen Strukturierten Pro-<br>dukts im Depot . . . . .                                       | 144 |
| 50 | Durchschnittliche Informationsdauer nach Besitzgruppen . . . . .   | 146 |
| 51 | Zufriedenheit mit Informationen von Emittenten im Allgemeinen<br>und im Internet . . . . .                                       | 151 |
| 52 | Vergleich SPI-Rendite und Entwicklung der Anzahl von Erstkäu-<br>fern von Strukturierten Produkten in den Jahren 1998 bis 2007 . | 168 |
| 53 | Häufigkeit der Anzahl Transaktionen zwischen Mai/Juni 2007<br>und April/Mai 2008 . . . . .                                       | 169 |
| 54 | Identifikation potentieller Käufer: Nicht-Kenner . . . . .   | 193 |
| 55 | Identifikation potenzieller Käufer: Noch-Nie-Besitzer . . . . .  | 195 |

## Tabellenverzeichnis

|    |  |     |
|----|--|-----|
| 1  | Besitzgruppen von ausgewählten Anlageinstrumenten . . . . .  | 107 |
| 2  | Besitzgruppen nach Vermögen und Geschlecht . . . . .   | 108 |
| 3  | Regressionen zur Erklärung der demografischen Merkmale der<br>Besitzgruppen . . . . .  | 109 |
| 4  | Besitzgruppen von Anlegern nach Vermögen . . . . .   | 109 |
| 5  | Anzahl bekannter Produktkategorien nach Besitzgruppen . . . .  | 110 |
| 6  | Anzahl bekannter Produktbezeichnungen nach Besitzgruppen . .   | 112 |
| 7  | Gegenüberstellung Selbsteinschätzung und Anzahl bejahter Aus-<br>sagen bei allgemeinen Börsenthemen . . . . .                | 115 |
| 8  | Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Anlageinstrumente . . .   | 116 |
| 9  | Einschätzung der Kenntnisse über Anlageinstrumente nach Be-<br>sitzgruppen . . . . .   | 118 |
| 10 | Anteil korrekt beurteilter Aussagen über Strukturierte Produkte  | 119 |
| 11 | Anzahl korrekt beurteilter Aussagen und Selbsteinschätzung . . .   | 121 |
| 12 | Güte der Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Strukturierte<br>Produkte . . . . .  | 122 |
| 13 | Einfluss der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten auf<br>das Kaufinteresse . . . . .                               | 124 |
| 14 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten . . . . .   | 125 |
| 15 | Wahrnehmung von Strukturierten Produkten nach Einstellung<br>gegenüber Strukturierten Produkten . . . . .                    | 129 |
| 16 | Regressionen zur Erklärung der Einstellung gegenüber Struku-<br>rierten Produkten . . . . .                                  | 130 |
| 17 | Anteil an mit dem Preis–Leistungsverhältnis zufriedenen Befragten  | 131 |
| 18 | Anteil an mit dem Preis–Leistungsverhältnis von Strukturierten<br>Produkten zufriedenen Befragten nach Einstellung . . . . . | 131 |
| 19 | Subjektive Risikoeinschätzung von Anlageinstrumenten . . . . .   | 132 |
| 20 | Rangierung des Risikos von Anlageinstrumenten nach Einstellung<br>gegenüber Strukturierten Produkten . . . . .               | 134 |
| 21 | Individuelle Risikoeinschätzung nach Besitzgruppen . . . . .   | 136 |
| 22 | Besitz Produktkategorien nach Risikoneigung der Anleger . . . .  | 143 |
| 23 | Durchschnittliches Gewicht eines Strukturierten Produkts im De-<br>pot nach Wissensstand der Anleger . . . . .               | 145 |
| 24 | Durchschnittliche Informationsdauer und Kenntnisstand über Struk-<br>turierte Produkte . . . . .                             | 147 |
| 25 | Anteil an der wöchentlichen Nutzung unterschiedlicher Medien-<br>arten zur Informationsbeschaffung . . . . .                 | 148 |
| 26 | Durchschnittliche Nutzungshäufigkeiten der Medienarten zur In-<br>formationsbeschaffung . . . . .                            | 149 |
| 27 | Zufriedenheit mit Informationen von Emittenten nach Einstel-<br>lung gegenüber Strukturierten Produkten . . . . .            | 152 |
| 28 | Einfluss der Informationszufriedenheit auf Einstellung gegenüber<br>Strukturierten Produkten . . . . .                       | 152 |
| 29 | Quellen zur Erlangung der Aufmerksamkeit auf Strukturierte Pro-<br>dukte . . . . .   | 153 |

|    |  |     |
|----|--|-----|
| 30 | Anteil an beratenen Anlegern . . . . .   | 154 |
| 31 | Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten in Abhängigkeit<br>der Bankberatung . . . . .   | 155 |
| 32 | Veränderung der Einstellung gegenüber Strukturierten Produk-<br>ten in Abhängigkeit der Bankberatung . . . . .   | 156 |
| 33 | Entscheidungsträger bei finanziellen Anlagen nach Besitzgruppen<br>und im Vergleich zur Equity Ownership Studie 2008 (EOS) . . .                       | 158 |
| 34 | Entscheidungsträger bei finanziellen Anlagen nach Geschlecht . .   | 158 |
| 35 | Entscheidungsträger bei finanziellen Anlagen nach eigener Kennt-<br>niseinschätzung sowie nach Wissensstand über Strukturierte Pro-<br>dukte . . . . . | 159 |
| 36 | Informationsquelle für Kaufimpuls nach Art der Anlageentschei-<br>dung . . . . .   | 160 |
| 37 | Vergleich vor Kauf nach Art der Anlageentscheidung . . . . .   | 161 |
| 38 | Vergleichskriterien vor dem Kauf von Strukturierten Produkten .  | 162 |
| 39 | Vergleichskriterien vor dem Kauf von Strukturierten Produkten<br>nach Art der Anlageentscheidung . . . . .   | 163 |
| 40 | Relevanz der Kaufkriterien für den Anlageentscheid . . . . .   | 164 |
| 41 | Anlageziele beim Kauf von Strukturierten Produkten und Aktien  | 165 |
| 42 | Anzahl Transaktionen zwischen Mai/Juni 2007 und April/Mai<br>2008 nach Geschlecht, Anlageentscheid & Wissensstand . . . . .                            | 170 |
| 43 | Vergleich der Transaktionsvolumina bei Strukturierten Produk-<br>ten und bei Aktien im Jahr 2008 . . . . .   | 171 |
| 44 | Anteil an Käufen von Strukturierten Produkten bei Emission . .   | 172 |
| 45 | Anteil an den Kurs der eigenen Strukturierten Produkte beob-<br>achtenden Anlegern . . . . .   | 174 |
| 46 | Anteil an den Kurs der zugrundeliegenden Basiswerte beobach-<br>tenden Anlegern . . . . .  | 175 |
| 47 | Quellen zur Kursbeobachtung nach Geschlecht . . . . .  | 176 |
| 48 | Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Vermögen . .  | 177 |
| 49 | Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Geschlecht,<br>Vermögen und Alter . . . . .   | 180 |
| 50 | Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Wissensstand<br>und Art der Anlageentscheidung . . . . .  | 181 |
| 51 | Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Güte der<br>Selbsteinschätzung . . . . .  | 182 |
| 52 | Einfluss der erzielten Rendite auf Erfahrungen und Einstellung .   | 183 |
| 53 | Einfluss der erzielten Rendite auf künftigen Anteil an Strukturi-<br>erten Produkten . . . . .   | 184 |
| 54 | Anzahl Interessenten an einzelnen Produktkategorien und Allo-<br>kation in Produktkategorien von inländischen Depotinhabern . .                        | 188 |
| 55 | Regression zur Abschätzung der demografischen Daten von In-<br>teressenten an Strukturierten Produkten . . . . .                                       | 189 |
| 56 | Anzahl an Interesse weckenden Produktumschreibungen . . . . .  | 190 |
| 57 | Vermögens- und Einkommensgruppen zur Messung des monetä-<br>ren Potenzials . . . . .   | 191 |

|    |   |     |
|----|---|-----|
| 58 | Risikoneigung und Börsenkenntnisse der Nicht-Kenner im Vergleich zu den Besitzern . . . . .       | 192 |
| 59 | Risikoneigung und Börsenkenntnisse der Noch-Nie-Besitzer im Vergleich zu den Besitzern . . . . .  | 194 |
| 60 | Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten nach Anlegern und Nicht-Anlegern . . . . .     | 196 |
| 61 | Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten von Anlegern mit monetärem Potenzial . . . . . | 198 |
| 62 | Risikoneigung und Börsenkenntnisse der Ex-Besitzer im Vergleich zu den Besitzern . . . . .        | 199 |
| 63 | Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten nach Besitzgruppen . . . . .                   | 200 |





# 1 Einleitung

## 1.1 Einführung in die Thematik

Strukturierte Produkte sind in der Schweiz in den letzten Jahren zu einem wichtigen Anlageinstrument geworden. Die wachsende Bedeutung von Strukturierten Produkten zeigt sich auch darin, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) seit Februar 2005 in ihrem Statistischen Monatsheft Strukturierte Produkte neben Geldmarkt, Obligationen, Aktien und Kollektivanlagen als eigene Wertschriftenkategorie ausweist. In der Schweiz waren Ende Dezember 2009 5.5% aller Wertschriftenbestände in Kundendepots bei Banken in Strukturierten Produkten angelegt.<sup>1</sup> Zwei Jahre zuvor betrug dieser Anteil sogar 6.8%. Doch als Folge der im Hypothekarmarkt der USA entstandenen Finanzkrise und des dadurch begründeten Konkurses von Lehman Brothers – einer der wichtigen Emittenten von Strukturierten Produkten im Schweizer Markt – schwächte sich das Interesse der Anleger an Strukturierten Produkten deutlich ab. Zudem verloren die meisten Strukturierten Produkte an Wert, was ebenfalls zu einem geringeren Anteil führte.

Diese Entwicklung erstaunt auf den ersten Blick nicht, nahm doch in der Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 der Risikoappetit der Anleger ab. Der Anteil an Aktien in Kundendepots reduzierte sich im gleichen Zeitraum von 38% auf 32%, wobei ein Teil dieses Rückgangs auch auf die grossen Kursverluste bei den Aktienanlagen zurückzuführen war.<sup>2</sup> Diese Analyse lässt jedoch ausser Acht, dass eben der Einsatz von Strukturierten Produkten in Marktsituationen mit fallenden Kursen zu einer positiven Performance führen könnte. Die Vielfalt an Produkttypen und Konstruktionsmöglichkeiten bietet einem Anleger ein breites Spektrum an Anlageinstrumenten, die auch in einem schlechten Marktumfeld positive Renditen erwirtschaften können.

## 1.2 Fragestellung und Zielsetzung

Aus der Diskrepanz zwischen theoretischen Einsatzmöglichkeiten und praktischer Verwendung durch die Anleger stellt sich die Frage, welche Ziele private Anleger in der Schweiz mit dem Kauf von Strukturierten Produkten verfolgen und wie sie sich bei ihren Anlageentscheidungen verhalten. Zudem ergibt sich eine weitere interessante Frage. Weshalb investieren über 90% der Schweizer Be-

---

<sup>1</sup>Vgl. Schweizerische Nationalbank (2009).

<sup>2</sup>Vgl. Schweizerische Nationalbank (2009).

völkerung nicht in Strukturierte Produkte und welche Gründe haben diese Personen, um die in ganzseitigen Zeitungsinseraten angepriesenen Produkte nicht zu kaufen? Über das Verhalten bei Anlageentscheidungen in traditionelle Anlageinstrumente wie z.B. Aktien gibt es zahlreiche wissenschaftliche Arbeiten, jedoch existieren zu dieser Thematik im Bereich der Strukturierten Produkte keine umfassenden Untersuchungen.

Diese Arbeit versucht eine Lücke in der wissenschaftlichen Literatur zu schliessen, indem das Verhalten von privaten Anlegern bei Anlageentscheidungen in Strukturierte Produkte in der Schweiz untersucht wird. Hierfür werden Daten einer schweizweiten, repräsentativen Befragung von 18- bis 74-jährigen Personen ausgewertet, welche in ihrem Haushalt für finanzielle Entscheidungen verantwortlich sind. Die telefonische Umfrage wurde in den Monaten Mai und Juni im Jahr 2008 durchgeführt. Für diesen Zeitraum kann das Anlageinstrument Strukturiertes Produkt ausgewogen analysiert werden. Weder wird die Meinung der Schweizer Bevölkerung durch die Boom-Jahre und die stetig steigenden Finanzmärkte positiv stimuliert, noch gibt es Verzerrungen in Richtung einer sehr negativen Wahrnehmung durch den Konkurs von Lehman Brothers.

### **1.3 Aufbau der Arbeit und methodisches Vorgehen**

Im ersten Teil der Arbeit werden die Grundlagen dargelegt. Zunächst wird in Abschnitt 1.4 der nicht eindeutige Begriff des Strukturierten Produkts definiert und aufgezeigt, welche Kriterien erfüllt sein müssen, damit in der vorliegenden Arbeit von einem Strukturierten Produkt gesprochen wird. Anschliessend wird in Kapitel 2 auf die Entwicklung des Marktes für Strukturierte Produkte in der Schweiz bis Ende des Jahres 2009 eingegangen. Neben den wichtigsten Daten und Entwicklungsschritten wird auch anhand von Zeitungsartikeln aus der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ) und aus der Finanz und Wirtschaft (FuW) auf die Entwicklung der Wahrnehmung von Strukturierten Produkten in der Presse eingegangen. In Kapitel 3 werden die in der Swiss Derivative Map aufgeführten Produkttypen beschrieben, indem die jeweiligen Auszahlungsprofile erläutert werden und auf die produktspezifischen Einsatzmöglichkeiten für Anleger eingegangen wird.

Der zweite Teil der vorliegenden Arbeit beinhaltet in Kapitel 4 ausgewählte Konzepte der Finance-Theorie, welche das Entscheidungsverhalten von Individuen im Allgemeinen und spezifisch in finanziellen Angelegenheiten zu erklären

versuchen. Die beiden beschriebenen Theorien sind die neoklassische Finance-Theorie, welche auf der Erwartungsnutzen-Theorie basiert, und die Behavioral Finance. Die Behavioral Finance beschäftigt sich mit dem Entscheidungsverhalten von Individuen auf den Finanzmärkten und ermöglicht im Gegensatz zur neoklassischen Theorie, das Interesse der Anleger an Strukturierten Produkten zu erklären.

Im dritten Teil der Arbeit folgt die empirische Untersuchung, welche anhand von Daten aus einer repräsentativen Umfrage zur Thematik Strukturierte Produkte durchgeführt wird. Kapitel 5 umfasst eine Beschreibung der Methodik und der statistischen Grundlagen. Analysiert wird unter anderem, welchen Bekanntheitsgrad Strukturierte Produkte in der Schweizer Bevölkerung aufweisen oder wie die Produkte wahrgenommen werden. Anschliessend folgt eine Untersuchung des Anlageprozesses bei Strukturierten Produkten. Dabei wird in Kapitel 6 das Verhalten der Anleger von der Informationsphase bis zur Messung der Performance ihrer Strukturierten Produkte aufgezeigt. Der empirische Teil wird mit der Untersuchung des Entwicklungspotenzials von Strukturierten Produkten in der Schweiz abgeschlossen. Hierzu wird in Kapitel 7 das Interesse an Strukturierten Produkten aller Personen untersucht, welche sich aktuell nicht im Besitz dieser Anlageinstrumente befinden. Zudem werden die Gründe analysiert, welche potenzielle Käufer von einer Anlage in Strukturierte Produkte abhalten.

Aufgrund der empirischen Erkenntnisse und der theoretischen Einsichten werden in Kapitel 8 Handlungsempfehlungen sowohl für Emittenten von Strukturierten Produkten als auch für private Anleger formuliert. Diese Vorschläge geben Anhaltspunkte, in welchen Bereichen im Schweizer Markt für Strukturierte Produkte noch Verbesserungspotenzial vorhanden ist, damit der Marktanteil erhöht werden kann.

## **1.4 Definition von Strukturierten Produkten**

Der Begriff Strukturierte Produkte ist nicht eindeutig definiert. Dies zeigen auch die folgenden Definitionen von Emittenten in der Schweiz sowie des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SVSP).

„Strukturierte Derivate stehen dabei als Sammelbegriff für Finanzmarktprodukte, die sich auf Basiswerte wie Aktien, Obligationen,

Indizes, Währungen, Rohstoffe und viele mehr beziehen und deren Ausprägungen und Vorteile miteinander vereinen."<sup>3</sup>

„Strukturierte Produkte sind Kombinationen von herkömmlichen Finanzinstrumenten wie Aktien oder Anleihen mit einem Derivat. Sie können sich auf Aktien, Indizes, Zinsen, Währungen, Metalle oder Rohstoffe beziehen."<sup>4</sup>

„Strukturierte Produkte sind von einem Emittenten öffentlich ausgegebene Anlageinstrumente, deren Rückzahlungswert von der Entwicklung eines oder mehrerer Basiswerte abgeleitet ist. Als Basiswerte dienen Anlagen wie Aktien, Zinsen, Devisen oder Rohstoffe wie Gold, Rohöl, Kupfer oder Zucker. Strukturierte Produkte setzen sich aus der Kombination einer klassischen Anlage (beispielsweise einer Obligation) mit einem Derivativen Finanzinstrument zusammen."<sup>5</sup>

Gemeinsam ist den Definitionen, dass Strukturierte Produkte als Finanzinstrumente beschrieben werden, welche aus klassischen Anlageinstrumenten und derivativen Finanzinstrumenten zusammengesetzt sind und welche sich auf unterschiedlichste Basiswerte beziehen können. In Anlehnung an Wohlwend wird in dieser Arbeit von Strukturierten Produkten gesprochen, falls folgende Kriterien erfüllt sind.<sup>6</sup>

- Das Instrument ist eine Kombination aus mindestens einem klassischen Anlageinstrument und mindestens einem derivativen Finanzinstrument.
- Der Wert des Instruments zum Ende der Laufzeit hängt vom Wert des Basiswertes ab, wobei der Einfluss des Basiswertes auf den Wert des Instruments schon zu Beginn der Laufzeit festgelegt wird.
- Emission als Schuldverschreibung mit speziellen Rückzahlungsmodalitäten durch eine Bank oder Finanzgesellschaft, jedoch nicht zum Zwecke der Kapitalbeschaffung.

Diese drei Kriterien werden folgend noch ausführlicher erläutert, um die Abgrenzung zu anderen Anlageinstrumenten deutlich zu machen.

---

<sup>3</sup>Credit Suisse (2009).

<sup>4</sup>UBS (2009).

<sup>5</sup>Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte (2009).

<sup>6</sup>Vgl. Wohlwend (2001), S. 4.

#### 1.4.1 Kombination von Finanzinstrumenten

Durch die Kombination von herkömmlichen Anlagen und derivativen Instrumenten lassen sich unterschiedlichste Auszahlungsprofile strukturieren, wodurch individuell auf die Bedürfnisse eines Anlegers eingegangen werden kann. Mit dem Einsatz von Strukturierten Produkten lässt sich das Chancen–Risiko–Profil eines Wertpapierportfolios spezifisch für den jeweiligen Anleger gestalten.

Ausgeschlossen nach diesem Kriterium werden – anders als durch den SVSP oder die zuvor zitierten Emittenten – Hebelprodukte aller Art, da diese ausschliesslich aus derivativen Instrumenten bestehen und keine Kombination im zuvor beschriebenen Sinn darstellen. Diese Abgrenzung trägt auch dem Umstand Rechnung, dass Hebelprodukte eine andere Käuferschicht ansprechen als Strukturierte Produkte. Das Hauptcharakteristikum dieser Produkte ist der starke Hebeleffekt, welcher es dem privaten Anleger mit einem bezüglich des Eigenmitteleinsatzes akzentuierten Gewinn–/Verlust–Potenzial ermöglicht, von geringen Kursänderungen des Basiswertes zu profitieren. Jedoch geht der Käufer eines Hebelproduktes ein grosses Risiko ein, da nicht selten die gesamte Investitionssumme verloren geht.

#### 1.4.2 Bestimmung des Wertes

Der Wert eines Strukturierten Produktes ist abhängig vom Basiswert, dessen Kurs von den Erwartungen der Marktteilnehmer beeinflusst wird. Theoretisch ist der innere Wert des Produktes während der gesamten Laufzeit stets ermittelbar, da die einzelnen Komponenten getrennt bewertet werden können. Der Preis eines Strukturierten Produkts an der Börse wird jedoch nicht wie bei Aktien oder Obligationen durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage ermittelt, sondern durch den Market Maker<sup>7</sup>. Dieser stellt während der Zeit des Börsenhandels einen verbindlichen Kauf– und Verkaufskurs, um so die Liquidität aufrecht zu erhalten. Als Referenzpreis dient ihm der theoretisch ermittelte innere Wert des Strukturierten Produktes.<sup>8</sup> Am Ende der Laufzeit ist zudem bei Strukturierten Produkten die Höhe der Auszahlung und somit auch die Rendite in Abhängigkeit des dann aktuellen Kurs des Basiswertes eindeutig ermittelbar.

---

<sup>7</sup>Im Gegensatz zum Handel bei liquiden Aktien kommt es beim Handel mit Strukturierten Produkten selten zu Abschlüssen. Um den Anlegern dennoch einen stetigen Handel während der Börsenzeiten zu ermöglichen, nimmt meist der Lead–Manager die Rolle des Käufers sowie des Verkäufers ein, indem er verbindliche Geld– und Briefkurse stellt. Diese Rolle wird Market Maker genannt. Vgl. Rüthemann (2008).

<sup>8</sup>Vgl. Rieger (2009), S. 256–261.

### 1.4.3 Emission als Schuldverschreibung

Im Gegensatz zu Obligationen werden Strukturierte Produkte nicht primär zur Kapitalbeschaffung des Emittenten platziert, sondern um die Nachfrage der Anleger nach Finanzinstrumenten zu decken. Der Grund für die Ausgabe von Strukturierten Produkten ist daher als Reaktion der Finanzinstitute auf die neu entstandenen Bedürfnisse der Anleger zurückzuführen. Zudem ist die Emission von Strukturierten Produkten ein für die Emittenten sehr einträgliches Geschäft.

Wandel- und Optionsanleihen oder andere Obligationen, die spezielle Auszahlungsmodalitäten aufweisen, werden aufgrund der Funktion als Instrument zur Kapitalbeschaffung in dieser Arbeit nicht zu den Strukturierten Produkten gezählt, obwohl aus ökonomischer Sicht insbesondere Wandelanleihen Kapitalschutzprodukten sehr ähnlich sind. Strukturierte Produkte sind rechtlich gesehen Schuldverschreibungen des Emittenten, weshalb Indexfonds wie beispielsweise Exchange Traded Funds nicht als Strukturierte Produkte gelten. Dieses Anlageinstrument bildet passiv den Wertverlauf von Indizes nach und ist rechtlich gesehen ein börsenkotierter Anlagefonds und keine Schuldverschreibung des Emittenten.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup>Vgl. Ferri (2008) S. xvii–xviii.

## 2 Strukturierte Produkte in der Schweiz

In diesem Kapitel wird zunächst in Abschnitt 2.1 anhand von Presseberichten aus der Neuen Zürcher Zeitung (NZZ) sowie der Finanz und Wirtschaft (FuW) aufgezeigt, wie sich Strukturierte Produkte in der Schweiz entwickelt haben. Analysiert wurden alle im elektronischen Archiv der jeweiligen Zeitungen verfügbaren Artikel, in welchen die Worte „Strukturiert“ und „Produkt“ vorkommen.<sup>10</sup> Neben den historischen Fakten wird auch die jeweilig aktuelle Stimmung zu Strukturierten Produkten beschrieben, indem ausgewählte, in den beiden zuvor genannten Zeitungen geäußerte Meinungen von Vertretern der Finanzindustrie, der Fachpresse und anderen Interessenten erfasst werden. Anschliessend wird in Abschnitt 2.2 auf die in der Schweiz vorherrschende Kategorisierung von Strukturierten Produkten eingegangen, indem die Hauptcharakteristika der drei Produktkategorien Partizipations-, Renditeoptimierungs- und Kapitalschutzprodukte erläutert werden.

Zuletzt wird in Abschnitt 2.3 die Entwicklung beim Handel mit Strukturierten Produkten an der Schweizer Börse anhand von Umsatzdaten aufgezeigt. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass in der Schweiz ein Grossteil der Emissionen und des Handels nicht über die Börse abgewickelt wird und somit die aufgezeigten Daten nicht den gesamten Schweizer Markt für Strukturierte Produkte repräsentieren. Der nicht exakt ermittelbare Anteil am ausserbörslichen Geschäft beträgt in der Schweiz zwischen 70% und 80%.<sup>11</sup>

### 2.1 Historische Entwicklung des Schweizer Marktes

Im Frühjahr 1985 begab Merrill Lynch zwei Anleihen der Waste Management, Inc. sowie der Staley Continental, Inc. Diese Liquid Yield Option Note (LYON) genannten Anleihen waren Null-Coupon-Wandelanleihen, welche sich durch spezielle Klauseln auszeichneten. Die Anleihen waren durch den Emittenten, unter Einhaltung von im Voraus festgelegten Bedingungen, vorzeitig rückzahlbar, falls der Aktienkurs des jeweiligen Unternehmens eine Schwelle überschritten hatte. Der Investor hingegen konnte einerseits die Anleihe zu einem zum Emissionszeitpunkt festgelegten Verhältnis in Aktien des Emittenten wandeln oder andererseits die Anleihe dem Emittenten zurückgeben, wobei sich der Rückgabe-

---

<sup>10</sup>Das elektronische Archiv der NZZ erfasst Artikel, welche nach dem 4. Januar 1993 veröffentlicht wurden und dasjenige der FuW Artikel, die nach dem 29. Januar 2000 erschienen sind.

<sup>11</sup>Vgl. Strohm (2008b), Strohm und Müller (2008), sowie Tester (2009).

preis im Laufe der Zeit stetig erhöhte.<sup>12</sup> Diese aus einer Null-Coupon-Anleihe sowie Call- und Put-Optionen bestehenden Anleihen können als Startpunkt für die Entwicklung von neuartigen Finanzprodukten gesehen werden, in deren Zusammenhang auch Strukturierte Produkte entstanden sind.

### **2.1.1 Erste Strukturierte Produkte in der Schweiz (1991–1994)**

In der Schweiz wurde am 16. Januar 1991 das erste Strukturierte Produkt vom damaligen Schweizerischen Bankverein emittiert. Das Guaranteed-Return-On-Investment (GROI) genannte Anlageinstrument war ein kapitalgeschütztes Produkt auf den Swiss Market Index (SMI) mit einer Laufzeit von einem Jahr. Das Produkt versprach – einer Obligation ähnlich – dem Anleger eine Rückzahlung des Nominalwerts zuzüglich eine auf 24,72% beschränkte Partizipation an allfälligen Kursgewinnen des SMI. Aufgrund der grossen Nachfrage wurde das Emissionsvolumen von 100 auf 150 Mio. CHF aufgestockt. Dieser Erfolg veranlasste auch andere Banken, Strukturierte Produkte auszugeben. Knapp 90% der neu emittierten Produkte waren Kapitalschutzprodukte, während die restlichen Produkte heute der Kategorie der Renditeoptimierungsprodukte zugeordnet würden.<sup>13</sup>

In den folgenden Jahren reduzierte sich das Emissionsvolumen von Strukturierten Produkten zunächst wieder. Ein Grund für diese Entwicklung lag einerseits in der positiven Entwicklung der Aktienmärkte, wodurch sich die Nachfrage nach Kapitalschutzprodukten deutlich abschwächte. Andererseits waren die Zinsen im Vergleich zum heutigen Zinsniveau hoch, so dass festverzinsliche Obligationen eine gute Alternative darstellten.

### **2.1.2 Erste Wachstumsphase und erhöhte Komplexität (1995–1999)**

Eine kurze Baisse der Aktienmärkte im zweiten Halbjahr 1997 und die daraus entstandene Unsicherheit der Anleger erhöhten die Nachfrage nach Strukturierten Anlageprodukten wieder.<sup>14</sup> Jedoch führte nicht nur die wachsende Nachfrage sondern auch das Interesse der Emittenten an der Lancierung von neuen Strukturierten Produkten zu einem Anstieg des Angebots. Steigende Volatilität in den Aktienmärkten erhöhte das Risiko von Banken, welche Warrants ausstehend hatten. Da sich im Derivatmarkt keine Gegenparteien für Abschlüsse

---

<sup>12</sup>Vgl. McConnell und Schwartz (1986), S. 561.

<sup>13</sup>Vgl. Calaveri und Planta (1992), S. 118–119.

<sup>14</sup>Vgl. E. Meier (1997).



finden liessen, wurden Strukturierte Produkte emittiert, bei denen der Anleger eine Short-Position in der Option einnahm. Dadurch konnten die Emittenten das Risiko ihrer ausstehenden Warrants an den Käufer des Strukturierten Produkts weitergeben.<sup>15</sup>

Die Anzahl öffentlich emittierter Produkte stieg von 43 Produkten (1995) bis ins Jahr 1999 um knapp 1500% auf 679 Strukturierte Produkte mit einem Emissionsvolumen von gut 25 Mrd. CHF.<sup>16</sup> Im Zuge der sich ausdehnenden Nachfrage wuchs sowohl die Vielfalt der angebotener Produkte<sup>17</sup> als auch die Anzahl der im Markt auftretenden Lead-Manager<sup>18</sup>. Leider erhöhte sich mit der für den Anleger positiven Ausdehnung des Angebots an Strukturierten Produkten auch deren Komplexität und die Intransparenz des Marktes.<sup>19</sup> Diese Problematik hat sich bis heute noch verschärft, wenn auch – ausgelöst durch die Finanzkrise im Jahr 2008 – ein aktueller Trend in Richtung vereinfachter und transparenter Produkte zu beobachten ist.

### **2.1.3 Konsolidierung des Marktes und Individualisierung der Produkte (2000–2004)**

Das Investitionsvolumen in Strukturierte Produkte stieg zwischen den Jahren 2000 und 2002 um 86%.<sup>20</sup> Infolge der fallenden Kurse an den Finanzmärkten in den Jahren 2001 und 2002 und eines sinkenden Zinsniveaus veränderte sich der Schweizer Markt für Strukturierte Produkte. Vermehrt nachgefragt wurden neben Kapitalschutzprodukten insbesondere Produkte mit einer Maximalrendite, sogenannte Renditeoptimierungsprodukte.<sup>21</sup> Diese Produkte sind mit einem Coupon ausgestattet, welcher weit über jenem liegt, den ein Anleger beim Kauf einer Obligation erwarten kann. Trotz des im Vergleich zur Obligation höheren Risikos erfreute sich dieser Produkttyp einer steigenden Beliebtheit bei den Anlegern.<sup>22</sup> Diese Instrumente wurden jedoch zu Preisen emittiert, welche zuungunsten des Anlegers vom fairen Wert abwichen. Beim Vergleich zwischen den impliziten Volatilitäten von EUREX-Optionen<sup>23</sup> sowie denjenigen von Renditeoptimierungsprodukten konnte eine signifikante Missbewertung zugunsten der

---

<sup>15</sup>Vgl. Jelenz (2001).

<sup>16</sup>Vgl. Wohlwend (2001), S. 162.

<sup>17</sup>Vgl. Benli und Tolle (1998).

<sup>18</sup>Vgl. Wohlwend (2001), S. 170.

<sup>19</sup>Vgl. Delko (1999).

<sup>20</sup>Vgl. Gabriel-Schneider (2002).

<sup>21</sup>Vgl. Gabriel-Schneider (2003).

<sup>22</sup>Vgl. Suvada (2002).

<sup>23</sup>An der EUREX werden u.a. Optionen auf Schweizer Aktien gehandelt.

Emittenten festgestellt werden.<sup>24</sup>

In den Jahren 2003 und 2004 entwickelte sich der Markt dahingehend, dass neuartige Spielarten von Strukturierten Produkten emittiert wurden. Beispielsweise wurde 2004 zum ersten Mal ein Renditeoptimierungsprodukt ausgegeben, welchem mehr als eine Aktie zugrunde lag.<sup>25</sup> Andererseits wuchs auch das Angebot an möglichen Basiswerten. Den Privatanlegern wurden Strukturierte Produkte angeboten, die es ermöglichten, in schwer zugänglichen Märkten zu investieren. Beispielsweise entstanden Kapitalschutzprodukte mit Hedge-Funds als Basiswert, Anlageinstrumente auf Rohwaren- und Elektrizität-Futures oder Zertifikate, welche die Wertentwicklung von Immobilien oder den Verlauf der impliziten Volatilität des Swiss Market Index abbildeten.<sup>26</sup>

Zudem entwickelte sich noch ein Trend hin zur Individualisierung von Strukturierten Produkten, der bis heute anhält. Auf Wunsch von wohlhabenden Kunden werden massgeschneiderte Produkte entwickelt, die anschliessend auch für den Kleinanleger zugänglich gemacht werden.<sup>27</sup> Diese nicht standardisierten und häufig auch nicht kotierten Produkte, die einen Vergleich zwischen den Emittenten erschwerten, sind – auch heute noch – ein Grund für die hohen Margen der Emittenten bei der Ausgabe von Strukturierten Produkten.<sup>28</sup>

#### **2.1.4 Zweite Wachstumsphase und Marktreife (2004–2006)**

Intransparenz, die wachsende Beliebtheit von Strukturierten Produkten bei Privatanlegern und die Ähnlichkeiten zu Anlagefonds führten zu einer stärkeren Beobachtung durch die Eidgenössische Bankenkommission (EBK). Im Juni 2005 veröffentlichte die EBK ein Positionspapier, welches als Diskussionsgrundlage für die künftige Regulierung von Strukturierten Produkten im Rahmen des Bundesgesetzes für kollektive Kapitalanlagen (KAG) diente und eine partielle Bewilligungspflicht vorsah.<sup>29</sup> Dieses Positionspapier löste bei der Finanzindustrie und der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) negative Reaktionen aus. Es wurde befürchtet, dass eine stärkere Regulierung die Flexibilität der Emittenten einschränken und somit eine Verlagerung ins Ausland provozieren wür-

---

<sup>24</sup>Vgl. Wohlwend (2001), S. 231–237. Auch bei in den USA gehandelten Produkten konnte eine signifikante Bewertung zugunsten des Emittenten nachgewiesen werden. Vgl. Benet, Giannetti und Pissaris (2006), S. 124–129.

<sup>25</sup>Vgl. Espiñeira, Mall, Züblin und Dorigo (2004).

<sup>26</sup>Vgl. Gabriel-Schneider (2003), Merz (2003), Mettler (2004a), Ragaz (2004), sowie Mettler (2004b).

<sup>27</sup>Vgl. Kuster (2002).

<sup>28</sup>Vgl. o.V. (2004).

<sup>29</sup>Vgl. Rasch (2005).

de.<sup>30</sup> Im überarbeiteten KAG wurden Strukturierte Produkte von einer Bewilligungspflicht ausgenommen, jedoch wurde ein vereinfachter Prospekt für öffentlich angebotene Produkte vorgeschrieben. Ausgenommen davon wurden an der Schweizer Börse (SIX) kotierte Produkte sowie Produkte, die durch ausländische Regelungen der Transparenz im gesetzlichen Sinne genügten.<sup>31</sup>

Die zunehmende Nachfrage nach Strukturierten Produkten führte auch zu höheren Umsätzen an der SIX.<sup>32</sup> Das hatte zur Folge, dass die SIX eine mögliche Überlastung des elektronischen Handelssystems befürchtete und deshalb von den Emittenten, die häufig zugleich auch Market Maker<sup>33</sup> des Produkts waren, eine Investitionsschutzgebühr verlangte. Die noch heute bestehende Schutzgebühr wird bei Produkten erhoben, auf die viele Geld- und Briefkurse gestellt werden, obwohl bei diesen Produkten nur wenige Handelsabschlüsse zustande kommen. Dies verteuerte den Handel mit diesen Strukturierten Produkten und es resultierten weite, für einen Investor nachteilige Geld/Brief-Spannen.<sup>34</sup> Dadurch verlor die SIX im Bereich des Handels mit Strukturierten Produkten und Warrants Marktanteile an die deutsche EUWAX.<sup>35</sup> Um den Emittenten die Kotierung ihrer Produkte zu konkurrenzfähigen Konditionen anbieten zu können, nahm die SIX am 11. November 2005 die neue Handelsplattform Quotematch in Betrieb.<sup>36</sup> Am 1. Januar 2007 gründete die Schweizer Börse zusammen mit der Deutschen Börse ein Joint-Venture, in welches die Handelsplattformen der SIX und der Deutschen Börse für Derivate und Strukturierte Produkte eingebracht wurden. Die daraus entstandene Börse Scoach hat sich zum Ziel gesetzt, Marktführer für den Handel mit Strukturierten Produkten im europäischen Raum zu werden und somit die EUWAX als Marktführerin abzulösen.<sup>37</sup>

Die zunehmende Nachfrage nach Strukturierten Produkten führte im April 2006 zur Gründung des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte (SVSP) durch fünf führende Emittenten. Ein Ziel des Verbands ist die Förderung der

---

<sup>30</sup>Vgl. Gallarotti (2005).

<sup>31</sup>Vgl. Bischof, Lamprecht und Wyss (2007).

<sup>32</sup>Vgl. Mettler (2005).

<sup>33</sup>Im Gegensatz zum Handel bei liquiden Aktien kommt es beim Handel mit Strukturierten Produkten selten zu Abschlüssen. Um den Anlegern dennoch einen stetigen Handel während der Börsenzeiten zu ermöglichen, nimmt meist der Lead-Manager die Rolle des Käufers sowie des Verkäufers ein, indem er verbindliche Geld- und Briefkurse stellt. Diese Rolle wird Market Maker genannt. Vgl. Rüthemann (2008).

<sup>34</sup>Vgl. Béguelin (2005).

<sup>35</sup>Das Handelssegment EUWAX ist ein spezielles Segment an der Stuttgarter Börse, welches den Anlegern den Handel mit Strukturierten Produkten ermöglicht. Vgl. Stuttgarter Börse (2009).

<sup>36</sup>Vgl. Béguelin (2005).

<sup>37</sup>Vgl. Rasch (2007a).

Bekanntheit und der Akzeptanz von Strukturierten Produkten bei Anlegern. Zudem soll der Verband der Wahrung der gemeinsamen Interessen der Emittenten dienen.<sup>38</sup> Zur Erhöhung der Transparenz und der Vergleichbarkeit von Produkten publiziert der Verband eine jährlich aktualisierte Übersicht der gebräuchlichsten Produkttypen in der Schweiz, die sogenannte Swiss Derivative Map.<sup>39</sup>

### **2.1.5 Höhepunkt und erste Krisenanzeichen (2007)**

Die positive Entwicklung der Handelsumsätze an den Börsen, die Gründung des Verbands sowie der wachsende Anteil von Strukturierte Produkten in den Schweizer Portfolios zeigten, dass der Markt gereift war und dieses Segment eine volkswirtschaftlich relevante Dimension angenommen hatte.<sup>40</sup> Indessen wurden auch erste Anzeichen einer Verlangsamung des Wachstums und einer Überhitzung sichtbar. So wurden immer exotischere Produkttypen wie aktiv bewirtschaftete Strategiezertifikate emittiert oder Produkte mit immer ausgefalleneren Basiswerten wie Soja- oder Milch-Futures angeboten.<sup>41</sup> Zudem drängten neue Anbieter wie Lebensversicherer auf den Markt<sup>42</sup> und es wurden sogar Produkte für die 3a-Säule entwickelt<sup>43</sup>. Bei der Analyse der Berichterstattung in der NZZ sowie in der Finanz und Wirtschaft wird ersichtlich, dass Pensionskassen, Universitäten sowie die Presse selbst eher skeptisch gegenüber der weiteren Entwicklung waren, während viele Emittenten häufig von weiterem Wachstum sprachen und kaum Gefahren im Markt sehen wollten.

Drei zentrale Kritikpunkte standen im Vordergrund. Mitte des Jahres 2007 wurde häufig auf das Gegenparteirisiko von den als Schuldverschreibung ausgestalteten Strukturierten Produkten hingewiesen. Dabei wurde unter anderem kritisiert, dass der Anleger für dieses Risiko nicht entschädigt wird.<sup>44</sup> Die Relevanz dieses Risikos zeigte sich ein Jahr später nicht nur im Konkurs von Lehman Brothers, sondern auch bei grossen Kursabschlägen auf diejenigen Strukturierten Produkten, welche durch stark von der Finanzkrise betroffene Banken herausgegeben worden waren. Dieser Problematik wurde bereits Ende 2007 mit der Einführung eines Strukturierten Produkts im Fondsmantel begegnet, wodurch

---

<sup>38</sup>Vgl. Nötzli-Breinlinger (2006).

<sup>39</sup>Vgl. Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte (2009).

<sup>40</sup>Vgl. Studer (2007).

<sup>41</sup>Vgl. Bernet (2007), Ferber (2007a), Béguelin (2007a), Moser (2007a), und Ferber (2007b).

<sup>42</sup>Vgl. Berger (2007b).

<sup>43</sup>Vgl. Berger (2007a).

<sup>44</sup>Vgl. D. Ammann (2007), und Roelli (2007).

sich das Gegenparteiisiko eliminieren liess.<sup>45</sup> Eine weitere Möglichkeit zur Absicherung gegen Verluste durch Ausfälle des Emittenten sind pfandbesicherte Strukturierte Produkte, welche seit September 2009 an der Börse gehandelt werden können.<sup>46</sup>

Ein weiteres Thema war die auch schon in früheren Jahren kritisierte Intransparenz der Produkte, wobei insbesondere die Existenz von Kosten, welche dem Anleger nicht ersichtlich sind, und die dem Anleger vorenthaltenen Kapitalerträge wie z.B. Dividenden oder Zinsen beanstandet wurden.<sup>47</sup> Auch neue Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung und der Eidgenössischen Bankenkommision zum vereinfachten Prospekt für Strukturierte Produkte, welche Mitte des Jahres 2007 in Kraft traten, verbesserten die Kostentransparenz bis heute nicht.<sup>48</sup> Diese wird daher in der Presse noch immer thematisiert.<sup>49</sup>

In der Presse wurde zudem das geringe Wissen von Privatanlegern über Strukturierte Produkte bemängelt und daraus die Forderung nach einerseits einfacheren, für den Anleger leichter verständlichen Produkten und andererseits nach verbesserter Aufklärung der Kunden durch die Banken aufgestellt.<sup>50</sup> Eine Umfrage der Zürcher Hochschule für angewandte Wissenschaft zeigt, dass die wenigsten Anleger Strukturierte Produkte erklären können und viele ihr spezifisches Wissen überschätzen.<sup>51</sup> Aufgrund dessen fällt es den Käufern von Strukturierten Produkten auch schwer, das Risiko ihrer Anlagen korrekt einzuschätzen.<sup>52</sup> Dieses mangelhafte Risikoverständnis führt häufig zu einer Überforderung des Privatanlegers und somit möglicherweise zu einer Investition in Produkte, welche nicht die idealen Risiko-Ertragseigenschaften für den Käufer aufweisen.<sup>53</sup> An der Entschärfung dieser Problematik wurde in den letzten Jahren viel gearbeitet. Zur verbesserten Risikoeinschätzung veröffentlicht der SVSP seit Sommer 2009 ein Value-at-Risk Rating von kotierten Produkten.<sup>54</sup> Zudem bieten Emittenten sowie unabhängige Dienstleister Tools<sup>55</sup> an, welche es dem Anleger erlauben soll-

---

<sup>45</sup>Vgl. Béguelin (2007b).

<sup>46</sup>Vgl. Ferber (2009).

<sup>47</sup>Vgl. D. Ammann (2007), Berger (2007b), sowie Röder und Lobe (2007).

<sup>48</sup>Vgl. Moser (2007b).

<sup>49</sup>Vgl. Garcia (2009).

<sup>50</sup>Vgl. Rasch (2007b), und Roelli (2007).

<sup>51</sup>Auch bei der Analyse des Wissens über Anlagefonds zeigt sich, dass Privatanleger wenig produktspezifische Kenntnisse aufweisen. In einer repräsentativen Umfragen wusste nur ein Viertel aller Befragten, dass Fonds Sondervermögen darstellen und somit nicht zur Konkursmasse gehören. Vgl. AXA (2008), S. 7.

<sup>52</sup>Vgl. Hobein, Neukomm und Schönemann (2007).

<sup>53</sup>Vgl. Hobein, Neukomm und Schönemann (2007), sowie Gynomlay (2007).

<sup>54</sup>Vgl. Rasch (2009b).

<sup>55</sup>Beispielsweise bietet die UBS einen Preisrechner für Renditeoptimierungsprodukte wie Re-

ten, die Reaktionen von Strukturierten Produkten auf Parameter wie z.B. Kurs des Basiswertes, Laufzeit, Barriere oder Volatilität zu simulieren.<sup>56</sup>

### 2.1.6 Börsenkrise und Vertrauensverlust (2008)

Das Jahr 2008 wurde durch die katastrophale Entwicklung an den Finanzmärkten geprägt. Der Schweizer Leitindex SMI verlor über einen Drittel seines Wertes, wobei sich bei neun von den zwanzig im SMI vertretenen Aktien der Marktwert mehr als halbierte.<sup>57</sup> Durch die Kurseinbrüche bei den Aktien erlitten die Anleger auch mit Strukturierten Produkten grosse Verluste. Überraschend für viele Anleger waren die Kursrückgänge bei den in der Schweiz sehr beliebten Multi Barrier Reverse Convertibles, welche einen bedingten Kapitalschutz aufweisen. Bei 50% bis 75% aller Barriere-Produkte wurde der Risikopuffer aufgebraucht und die Barriere durchbrochen.<sup>58</sup> Kritisiert wurde in der Presse vor allem, dass diese Produkte einen negativen Diversifikationseffekt im Portfolio auslösen und somit Klumpenrisiken fördern.<sup>59</sup> Ausserdem wurden bei diesem Produkttyp auch die versteckten Kosten bzw. die Marge des Emittenten empirisch untersucht. In zwei Studien mit Daten der Jahre 2006 und 2007 wurde gezeigt, dass der Preisaufschlag von Multi Barrier Reverse Convertibles zum Emissionszeitpunkt bei mindestens 3% lag.<sup>60</sup> Wurden Emittenten in der Presse auf die für den Käufer von Strukturierten Produkten anfallenden Kosten angesprochen, so wurden direkte Kosten wie Courtage oder indirekte Kosten wie Steuern thematisiert. Die Kosten für die Konstruktion des Produktes hingegen wurden nicht erwähnt.<sup>61</sup>

Ein einschneidendes Ereignis war auch für den Schweizer Markt für Strukturierte Produkte der Konkurs von Lehman Brothers am 15. September 2008. Die amerikanische Investmentbank hatte zu diesem Zeitpunkt 83 börsennotierte Produkte mit einem Gesamtwert von 650 Mio. CHF ausstehend, wobei davon ausgegangen wurde, dass die Schadenssumme bei maximal 500 Mio. CHF liegt.

---

verse Barrier Convertibles an:

[http://eqi.ubb.ubs.com/equityinvestor/de/SVSP/BRC\\_CHF\\_Any\\_Any.html](http://eqi.ubb.ubs.com/equityinvestor/de/SVSP/BRC_CHF_Any_Any.html)

Die ZKB hingegen veröffentlichte ein interaktives Lernprogramm für die Sensitivitätsanalyse von Strukturierten Produkten:

[http://www.zkb.ch/de/startseite/privatkunden/anlagen\\_und\\_boerse/strukturierte\\_produkte/lernprogramm.html](http://www.zkb.ch/de/startseite/privatkunden/anlagen_und_boerse/strukturierte_produkte/lernprogramm.html)

<sup>56</sup>Vgl. Baer (2007b).

<sup>57</sup>Vgl. Rasch (2009a).

<sup>58</sup>Vgl. Béguelin (2008a).

<sup>59</sup>Vgl. Rey und Schmid (2008), sowie Biland (2008).

<sup>60</sup>Vgl. Wallmeier und Diethelm (2008), sowie Lindauer und Seiz (2008).

<sup>61</sup>Vgl. Baer (2008b), Baer (2008a), sowie Baer (2008c).

Mehr als die Hälfte der Produkte von Lehman Brothers waren der Kategorie Kapitalschutz zuzuordnen, welche – abgesehen von einem Ausfall des Emittenten – eine sichere Rückzahlung des eingesetzten Kapitals garantieren.<sup>62</sup> Zur Abschätzung des Emittentenrisikos publiziert der SVSP seit Oktober 2008 sowohl die Bonitätsratings von Moody's, S&P und Fitch als auch die rascher auf Veränderungen der Kreditwürdigkeit reagierenden Credit Default Spreads aller Mitglieder des Vereins.<sup>63</sup> Der Konkurs von Lehman löste zudem in der Schweiz die Forderung nach besserer Ausbildung der Bankkundenberater, verbesserter Information über die Risiken sowie einer Veränderung des Vergütungssystems von Bankkundenberatern aus.<sup>64</sup> Mit dem Ziel die Ausbildung der Bankkundenberater zu verbessern, bieten seit dem Jahr 2008 zwei Ausbildungsdienstleister mehrtägige Seminare für Vermögensverwalter und Anlageberater an.<sup>65</sup>

Neben den Banken wurden von den gleichen Autoren jedoch auch die Anleger in die Pflicht genommen. Ein gewisses Grundwissen über Strukturierte Produkte sei auch für einen Privatanleger unabdingbar und von diesem auch zu erwarten.<sup>66</sup> Dabei sollte jedem Anleger die Beziehung von Risiko und Rendite im Finanzmarkt bewusst sein. Nur mit dem Eingehen von zusätzlichem Risiko kann auch eine höhere Rendite erwartet werden. Diese Gesetzmässigkeit lässt sich auch mit Strukturierten Produkten nicht ausser Kraft setzen.

Seit der Börsenkrise sowie dem Konkurs von Lehman Brothers empfehlen Emittenten den Privatanlegern öffentlich, nur noch Produkte zu erwerben, deren Funktionsweise sie verstehen. Dadurch soll vermieden werden, dass Anleger die Risiken ihrer erworbenen Produkte falsch einschätzen und somit von der Wertentwicklung überrascht werden.<sup>67</sup> Dieser Ratschlag gilt jedoch aus Sicht des Autors nicht nur für Strukturierte Produkte, sondern für Anlageinstrumente im Allgemeinen. Auch der zweite in der Presse angebrachte Vorschlag, dass der Portfoliokontext beim Kauf von Strukturierten Produkten beachtet werden sollte<sup>68</sup>, muss für Privatanleger und auch für jeden Bankkundenberater selbstverständlich sein.

---

<sup>62</sup>Vgl. Rasch (2008a), sowie Rasch (2008b).

<sup>63</sup>Vgl. Béguelin (2008c).

<sup>64</sup>Vgl. Rasch (2008b), Strohm (2008a), sowie Städeli (2008).

<sup>65</sup>Vgl. Béguelin (2008b), sowie Béguelin (2008d).

<sup>66</sup>Vgl. Rasch (2008b), Strohm (2008a), sowie Rieger (2008b).

<sup>67</sup>Vgl. Strohm (2008b), Zinnà (2008), sowie Biland (2008).

<sup>68</sup>Vgl. Rey und Schmid (2008), Wallmeier und Diethelm (2008), sowie Szalay und Rasch (2008).

### 2.1.7 Rückbesinnung und vertrauensbildende Massnahmen (2009)

Nach dem Rückgang der Börsenumsätze sowie der sich reduzierenden Anzahl an kotierten Produkten im Vergleich zum Rekordjahr 2007 war 2009 die Rückbesinnung auf einfachere Strukturen und bekannte Basiswerte das zentrale Thema.<sup>69</sup> Sowohl auf Seiten der Börse als bei den Emittenten wird in der Presse darauf hingewiesen, dass ein Anleger nur ihm verständliche Produkttypen wie Tracker- oder Discount-Zertifikate auf ihm bekannte Basiswerte kaufen sollte.<sup>70</sup> Neben der Forderung nach leichter verständlichen Produkten wurde versucht, das verloren gegangene Vertrauen der Anleger wieder zurückzugewinnen. So wurden vor allem die Vorzüge dieser Finanzinstrumente hervorgehoben. Strukturierte Produkte bieten dem Privatanleger neben dem Zugang zu neuen Anlageklassen und Märkten auch eine attraktive Möglichkeit zur Diversifikation seiner Anlagen sowie zur Steuerung der Risiko-Rendite-Ausrichtung seines Portfolios. Zudem ermöglichen diese Produkte dem Anleger, rasch auf Markttrends reagieren zu können.<sup>71</sup>

Das Vertrauen der Anleger soll auch durch eine Verbesserung der Transparenz gestärkt werden. So führte der SVSP die Value-at-Risk-Kennzahl ein, um dem Anleger das Risiko eines Strukturierten Produktes sichtbar zu machen. Zudem veröffentlicht die Derivate-Börse Scoach eine Statistik zu den Qualitäten der Market Maker, wobei berücksichtigt wird, wie weit die Geld/Brief-Spanne in den letzten zehn Handelstagen war und wie häufig keine Kurse gestellt wurden.<sup>72</sup> Weitere Massnahmen zur Erhöhung der Transparenz kamen von einzelnen Emittenten oder der Schweizerischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Die EFG Financial Products veröffentlicht täglich aktualisierte Informationen über ihre Produkte, damit ein Anleger die Entwicklung seines Strukturierten Produkts auch während der Laufzeit verfolgen kann.<sup>73</sup> Die FINMA prüft ausserdem eine bessere Strukturierung des vereinfachten Prospekts für Strukturierte Produkte, um so den Anleger mit zusätzlichen und leichter verständlichen Informationen zu versorgen.<sup>74</sup>

Trotz der verbesserten Transparenz sind wesentliche Probleme noch nicht gelöst, welche das weitere Marktwachstum behindern könnten. Einerseits ist die

---

<sup>69</sup>Vgl. Rasch (2009d), sowie Tester und Manhart (2009).

<sup>70</sup>Vgl. Kauffmann und Rasch (2009), sowie Kauffmann (2009).

<sup>71</sup>Vgl. Studer (2009), sowie Baer und Strohm (2009).

<sup>72</sup>Vgl. Rasch (2009c), sowie Aebersold (2009).

<sup>73</sup>Vgl. Tester und Béguelin (2009b).

<sup>74</sup>Vgl. Luginbühl und Eymann (2009).



Ausbildung der Bankkundenberater sowie der Privatanleger zu intensivieren, und andererseits müssten auch bei der Veröffentlichung von versteckten Kosten bzw. Margen der Emittenten Fortschritte erzielt werden. Bezüglich der Kostentransparenz zeigen sich seitens der Emittenten positive Entwicklungen. Auf der Website der UBS ist beispielsweise seit August 2009 ein Preisrechner für fünf Produkttypen aus der Kategorie Renditeoptimierung verfügbar, welcher es dem Anleger erlaubt, ein Produkt eines anderen Emittenten mit denjenigen Konditionen zu vergleichen, die er bei einem identischen Produkt der UBS erhalten würde.<sup>75</sup>

## 2.2 Kategorisierung von Strukturierten Produkten

Der SVSP hat im Oktober 2009 eine aktualisierte Swiss Derivative Map<sup>76</sup> herausgegeben, welche sich neu an die europaweite einheitliche Klassifizierung der European Structured Investment Products Association (EUSIPA) anlehnt.<sup>77</sup> Zudem wird darin zum ersten Mal zwischen Anlageprodukten, die der Definition von Strukturierten Produkten in dieser Arbeit entsprechen, und Hebelprodukten wie Warrants oder Mini-Futures unterschieden. Folgend wird ausschliesslich auf die Anlageprodukte und die Methodik ihrer Klassifizierung eingegangen.<sup>78</sup> Die Swiss Derivative Map klassifiziert Strukturierte Produkte nach ihrer Auszahlungsstruktur. Das sogenannte Auszahlungsprofil oder Payoff-Diagramm zeigt auf, wie sich die Rendite des Strukturierten Produkts am Ende der Laufzeit in Abhängigkeit des Kurses des Underlying entwickelt hat. Ausserdem wird der Renditeverlauf des Strukturierten Produktes im Vergleich zum Basiswert aufgezeigt. Unterschieden wird in der Swiss Derivative Map zwischen Produkttypen mit konvexen, konkaven sowie linearen Auszahlungsstrukturen.<sup>79</sup> Abbildung 1 zeigt die entsprechenden drei Produktkategorien Kapitalschutz, Renditeoptimierung und Partizipation mit ihren jeweilig typischen Auszahlungsprofilen. Auf der Abszisse (horizontale Achse) wird der Kurs des Basiswertes abgetragen, während auf der Ordinate (vertikale Achse) sowohl die Rendite des Strukturierten Produkts als auch diejenige des Basiswertes abzulesen ist.

Für Kapitalschutzprodukte typisch ist das konvexe Auszahlungsprofil. Der An-

---

<sup>75</sup>Vgl. Tester und Béguelin (2009a).

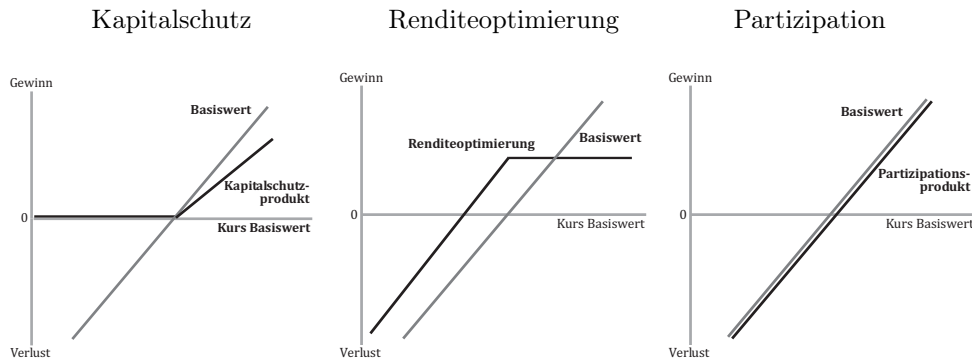
<sup>76</sup>Eine vollständige Darstellung der Swiss Derivate Map 2009 ist in Anhang 5 ersichtlich. Bezugsmöglichkeiten dieser tabellarischen Kategorisierung finden sich auf der Website des SVSP: <http://www.svsp-verband.ch/home/swissderivativemap.aspx?lang=de>.

<sup>77</sup>Vgl. Severin (2009).

<sup>78</sup>Anlageprodukte werden nachfolgend Strukturierte Produkte genannt.

<sup>79</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 11.

Abbildung 1: Auszahlungsprofile Kapitalschutz-, Renditeoptimierungs- und Partizipationsprodukte



leger erhält – wie bei einer Obligation – eine minimale Rückzahlung, welche häufig 100% des eingesetzten Kapitals beträgt. Wenn der Kurs des Basiswertes zudem über dem Wert zu Beginn der Laufzeit des Produktes schliesst, partizipiert der Anleger in das Kapitalschutzprodukt zumindest teilweise an diesen Kursgewinnen. Die mittlere Darstellung in Abbildung 1 zeigt das konkave Auszahlungsprofil eines Renditeoptimierungsproduktes. Im Gegensatz zu den Kapitalschutzprodukten, bei denen der maximale Verlust begrenzt wird (Floor), sind bei dieser Produktkategorie die Gewinnmöglichkeiten gegen oben limitiert (Cap). Der Grundtyp der Partizipationsprodukte weist weder eine Begrenzung gegen Verluste noch eine Limitierung des Gewinns auf, sondern bildet den Kursverlauf des meist aus einem Aktienkorb bestehenden Basiswertes linear ab.

Die Analyse der Stärken und Schwächen der Swiss Derivative Map beruhen auf einer Studie aus dem Jahr 2008, welche im Rahmen einer Abschlussarbeit am Institut für schweizerisches Bankwesen erarbeitet wurde. Da sich die Map seit 2008 inhaltlich kaum verändert hat, sind diese Resultate noch heute gültig.

Zu den Vorteilen der Swiss Derivative Map zählen die Übersichtlichkeit, die Objektivität und die Konsistenz der Klassifizierung. Durch die Klassifizierung über das Auszahlungsprofil sowie die Beschränkung auf die gebräuchlichsten Produkttypen wird eine übersichtliche Kategorisierung der unterschiedlichen Produkte erreicht. Im Gegensatz zu der von den Bewertungsparametern abhängigen Risikoklassifizierung ist die Zuordnung zu einem Auszahlungsprofil eindeutig und somit objektiv. Zusätzlich können die Anleger anhand des Auszahlungsprofils und der stichwortartigen Beschreibungen des jeweiligen Produkttyps auf die spezifischen Eigenschaften und somit die Einsatzmöglichkeiten schliessen. Letztlich

überzeugt die Swiss Derivative Map auch durch ihre effiziente Umsetzung. Neu handelbare Produkte bedürfen nur einer einmaligen Zuordnung zum entsprechenden Produkttyp und verweilen bis zum Verfall in dieser Kategorie. Bei der Klassifizierung nach dem Risiko des Strukturierten Produkts kann es während der Laufzeit zu Veränderungen kommen, da sich die Risikoeinschätzung des Produktes ändern kann.

Die Swiss Derivative Map weist jedoch auch Nachteile auf. Deren Klassifizierung verursacht vor allem bei Anlegern Schwierigkeiten, die über keinerlei Erfahrung mit dem Lesen und Interpretieren von Auszahlungsprofilen haben. Ein weiterer Nachteil ist die beschränkte Aussagekraft der Auszahlungsprofile während der Laufzeit eines Produkts, da sie ausschliesslich die Auszahlung zum Ende der Laufzeit darstellen. Die tatsächliche Wertentwicklung eines Strukturierten Produkts kann während der Laufzeit stark von der Auszahlung bei Verfall abweichen. Zudem ist es nicht bei allen Produkttypen möglich, ein aussagekräftiges Auszahlungsprofil zu erstellen.

Ein weiterer Nachteil ist die fehlende Darstellung des Risikos eines Produkts. Dieser Problematik kann jedoch teilweise mit der im Juli 2009 eingeführten Risiko-Kennzahl – dem Value-at-Risk – durch den SVSP entgegnet werden.<sup>80</sup> Für den Grossteil der an der Scoach kotierten Strukturierten Produkte ist diese Risikokennzahl und die Einteilung in sechs Risikoklassen von „festverzinslich“ bis „spekulativ“ verfügbar.<sup>81</sup> Jedoch gilt zu bedenken, dass der Value-at-Risk aufgrund von Modellannahmen ermittelt wird und extreme Ereignisse wie der Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 nicht abgedeckt werden können.<sup>82</sup>

In Kapitel 3 werden die in der Swiss Derivative Map aufgeführten Produkttypen aus Privatanlegersicht erläutert. Dabei wird zunächst auf das Auszahlungsprofil eingegangen und daraus abgeleitet auf die Einsatzmöglichkeiten des jeweiligen Produkttyps geschlossen.

## 2.3 Aktuelle Schweizer Marktdaten

Der Schweizer Markt für Strukturierte Produkte ist zusammen mit dem Deutschen Markt sowohl in der Breite des Angebots als auch bei der Tiefe der Nach-

---

<sup>80</sup>Informationen zum Value-at-Risk von kotierten Strukturierten Produkten sowie deren aktuelle Kennzahlen finden sich auf folgender Website: [www.svsp-verband.ch/riskrating\\_de](http://www.svsp-verband.ch/riskrating_de).

<sup>81</sup>Vgl. Rasch (2009b).

<sup>82</sup>Vgl. Baer (2009).

frage weltweit führend.<sup>83</sup> Zur Charakterisierung der Entwicklung und der aktuellen Struktur des Schweizer Marktes werden Daten zur Anzahl an Handelsabschlüssen und kotierten Produkten sowie zum Handelsvolumen verwendet. Bereitgestellt werden diese Daten von der Schweizer Börse (SIX) oder ihrer Tochtergesellschaft, der Derivate-Börse Scoach. Die Entwicklung des Anteils an Strukturierten Produkten in Kundendepots in der Schweiz wird anhand der im statistischen Monatsheft der Schweizerischen Nationalbank (SNB) veröffentlichten Zahlenreihen analysiert.

### 2.3.1 Statistiken zu börsenkotierten Strukturierten Produkten

Die in diesem Abschnitt verwendeten Daten stammen von der Schweizer Börse<sup>84</sup> und Scoach, welche seit Juli 2007 Marktstatistiken zu Strukturierten Produkten veröffentlicht.<sup>85</sup> Anzumerken ist, dass diese Daten nur die Entwicklung kotierter Produkte abdecken und daher nicht repräsentativ für den gesamten Schweizer Markt sind. Marktteilnehmer gehen davon aus, dass zwischen 70% und 80% aller in der Schweiz emittierten Strukturierten Produkte ausserbörslich gehandelt werden.<sup>86</sup> Weiter zu beachten ist, dass die Schweizer Börse unter Strukturierten Produkten sowohl Anlage- wie auch Hebelprodukte subsummiert. Hingegen entsprechen nur Anlageprodukte der in dieser Arbeit verwendeten Definition für Strukturierte Produkte<sup>87</sup> und daher wird – so weit es die Datengrundlage erlaubt – in der nachfolgenden Analyse zwischen Hebel- und Anlageprodukten unterschieden.

Abbildung 2 zeigt, dass der Handel mit Strukturierten Produkten und Hebelprodukten einen geringen Anteil zum Gesamtumsatz der Schweizer Börse beisteuert. Im Jahr 2009 wurde mit diesen Produkten ein Handelsumsatz von 37 Mrd. CHF erzielt, was einem Anteil von 3,3% am Umsatztotal von 1'131 Mrd. CHF entspricht. Knapp 60% des Umsatzes entfielen auf Hebelprodukte und 40% auf Strukturierte Produkte. Die Entwicklung der Anteile von Aktien und Obligationen spiegeln die Situation am Aktienmarkt wieder. In guten Börsenjahren wie in den Jahren 2006 und 2007 nimmt der Umsatz im Aktienhandel anteilmässig

---

<sup>83</sup>Vgl. Gerhardt (2008).

<sup>84</sup>Aktuelle und vergangene Daten sind auf folgender Website zu finden:

[http://www.six-swiss-exchange.com/statistics/monthly\\_data/overview/2009\\_de.html](http://www.six-swiss-exchange.com/statistics/monthly_data/overview/2009_de.html).

<sup>85</sup>Die Publikation der Marktstatistiken erfolgt auf der Website der Scoach:

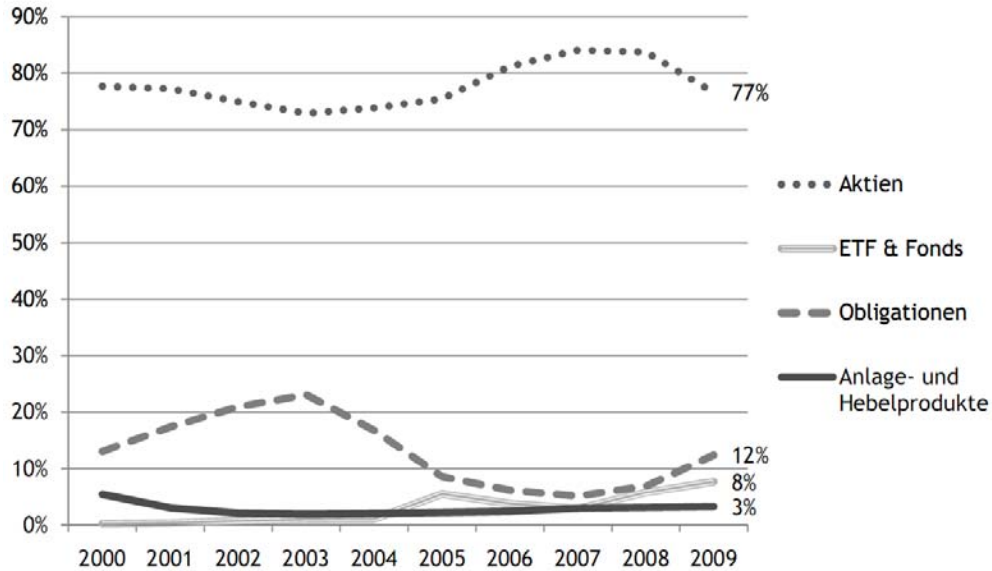
[http://www.scoach.ch/DEU/ueber\\_scoach/statistiken](http://www.scoach.ch/DEU/ueber_scoach/statistiken).

<sup>86</sup>Vgl. Tester (2009).

<sup>87</sup>Die Definition ist in Abschnitt 1.4 zu finden und schliesst Hebelprodukte aus, da diese nicht aus einem klassischen Anlageinstrument und einem Derivat bestehen.

zu, während in eher schwierigen Marktphasen der Handel mit Obligationen ein grösseres Gewicht erhält.

Abbildung 2: Anteil verschiedener Finanzinstrumente am jährlichen Umsatz der SIX von 2000 bis 2009



Datenquelle: SIX Swiss Exchange (2010), sowie Scoach (2010b).

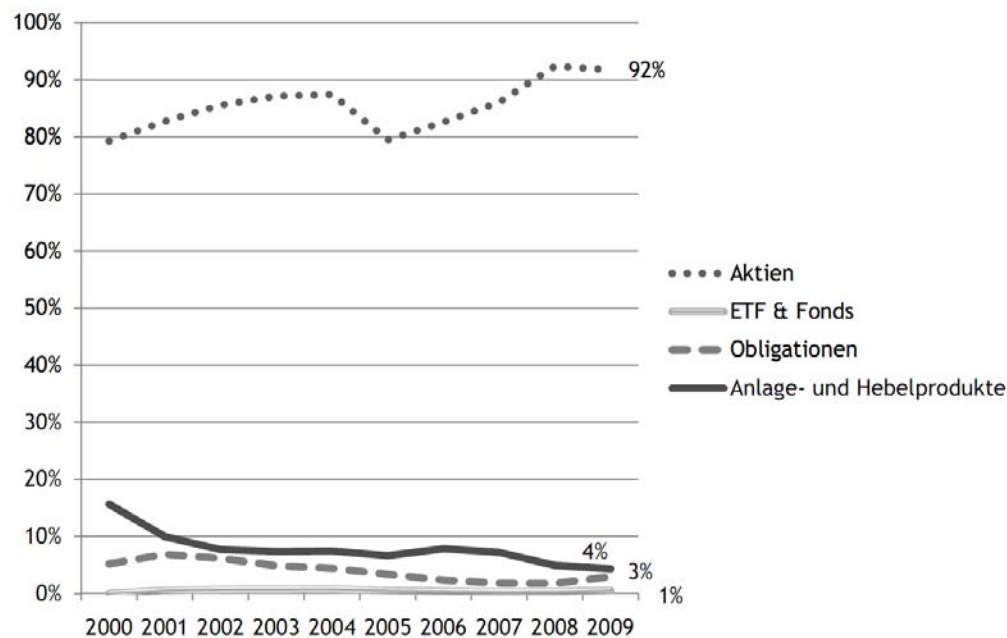
Ein ähnliches Bild wie beim Umsatz zeigt sich in Abbildung 3 bei der Anzahl an Handelsabschlüssen an der Schweizer Börse. Deutlicher wird hier der Rückgang der Bedeutung des Handels mit Strukturierten Produkten und Hebelprodukten im Vergleich zu demjenigen mit Aktien, Obligationen oder Fonds. Während im Jahr 2000 beinahe 16% aller Abschlüsse auf Hebel- und Anlageprodukte entfielen, betrug dieser Anteil 2009 nur noch 4%. Durch den sich reduzierenden Anteil von Hebel- und Anlageprodukten wird sichtbar, dass es der Derivat-Börse Scoach bis anhin nicht gelungen ist, einen substantiellen Teil des ausserbörslichen Handels auf ihre Handelsplattform zu lenken. Ein Grund dafür ist, dass die Kotierung sowie der Handel von Produkten Kosten verursachen. So erhebt die Scoach bei den Marktteilnehmern z.B. die TPS-Kapazitätsgebühr für eine übermässige Belastung der technischen Kapazitäten des Börsensystems, da viele Produkte kotiert sind und ständig Kurse gestellt werden, jedoch selten Transaktionen stattfinden.<sup>88</sup> Da es an der Scoach keinen Kostendeckel für grosse Emittenten gibt, handeln sowohl die UBS als auch die Credit Suisse die meisten

<sup>88</sup>Vgl. Scoach (2009), S. 3, und Rasch (2004).

Produkte ausserbörslich.<sup>89</sup>

Der Börsenhandel bietet aber dem Privatanleger in der Schweiz neben erhöhter Transparenz auch den Vorteil einer aktiven Kontrolle der Transaktionen. Dabei wird jeder Abschluss von einer neutralen Person überprüft und bei grossen Abweichungen vom fairen Wert kann der betreffende Handelsabschluss korrigiert oder aufgehoben werden.<sup>90</sup> Zudem sind für kotierte Produkte die Value-at-Risk Kennzahlen des SVSP sowie Informationen zur Güte des Market Makers vorhanden, wodurch zusätzliche, für einen Privatanleger wichtige Informationen verfügbar sind.<sup>91</sup> Gegen die Kotierung von Produkten sprechen die von der Börse erhobenen Kotierungsgebühren.<sup>92</sup>

Abbildung 3: Anteil verschiedener Finanzinstrumente an Handelsabschlüssen an der SIX von 2000 bis 2009



Datenquelle: SIX Swiss Exchange (2010), sowie Scoach (2010b).

Die nachfolgende Analyse der Entwicklung der drei Produktkategorien basiert

<sup>89</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 98–99, und Kauffmann und Rasch (2009).

<sup>90</sup>Vgl. Kauffmann und Rasch (2009). Die Börse Scoach kann selbst oder auf Antrag einer am Handel beteiligten Partei eine ausgeführte Handelstransaktion ungültig erklären, falls der Preis des durch die Transaktion zustandegekommenen Geschäfts erheblich vom Marktpreis abweicht. Ist kein Marktpreis verfügbar, kann auch ein theoretisch fairer Preis herangezogen werden. Vgl. Scoach (2010a), Weisung 15, S. 1–2.

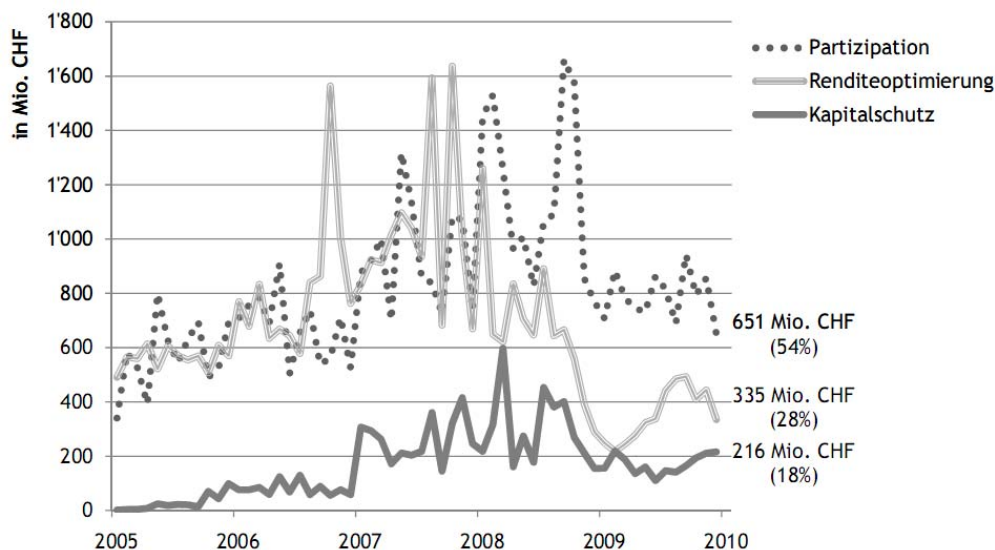
<sup>91</sup>Vgl. Rasch (2009c), sowie Aebersold (2009).

<sup>92</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 98–99.

auf den seit dem Jahr 2005 verfügbaren Daten. Wie Abbildung 4 zeigt wurden Kapitalschutzprodukte in den Jahren 2005 und 2006 mit einem jährlichen Umsatz von unter einer Mrd. CHF kaum an der Börse gehandelt. Partizipations- und Renditeoptimierungsprodukte wiesen in diesen Jahren einen jährlichen Handelsumsatz von ca. acht Mrd. CHF auf, welcher jedoch im Vergleich zu den 30 Mrd. CHF Umsatz generierenden Hebelprodukten gering ausfiel. Die Relation des Umsatzes von Strukturierten Produkten und Hebelprodukten ist über die Jahre hinweg konstant bei 40% zu 60% geblieben.

Der monatliche Umsatz aller drei Produktkategorien begann ab Mitte 2006 deutlich zu wachsen und erreichte mit 3 Mrd. CHF im Oktober 2007 seinen Höhepunkt. Im Zuge der Finanzkrise 2008 ging insbesondere der Umsatz mit Renditeoptimierungsprodukten zurück, während sich der monatliche Umsatz bei Kapitalschutz- und Partizipationsprodukten auf dem Stand des Frühjahrs 2007 stabilisierte. An der Scoach wurden 2009 in jedem Monat 1,3 Mrd. CHF mit Strukturierten Produkten umgesetzt.

Abbildung 4: Monatlicher Umsatz von Strukturierten Produkten an der SWX/Scoach von 2005 bis 2009

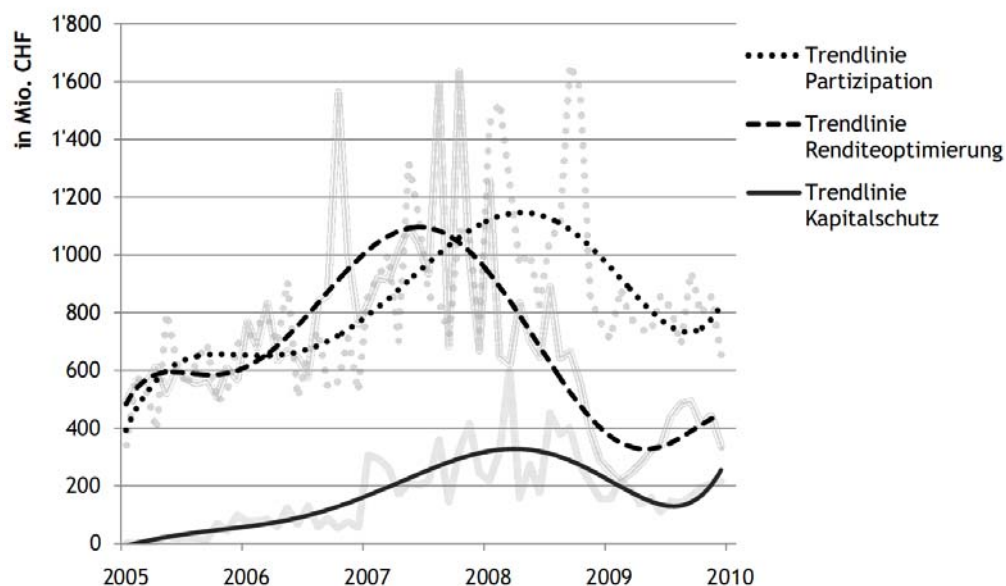


Datenquelle: SIX Swiss Exchange (2010), sowie Scoach (2010b).

Überraschend sind die in Abbildung 4 deutlich sichtbaren Schwankungen der Monatsumsätze, was darauf hindeuten kann, dass die Marktteilnehmer auf Ereignisse an den Finanzmärkten reagieren und daher je nach Situation die eine

oder andere Kategorie bevorzugen. Zu Beginn des Jahres 2008, das durch grosse Kursverluste geprägt war, zeigte sich, dass auf Kosten von Renditeoptimierungsprodukten häufiger mehr Sicherheit versprechende Kapitalschutzprodukte nachgefragt wurden. Demgegenüber werden in Zeiten mit positiver Entwicklung der Aktienkurse eher Partizipations- und Renditeoptimierungsprodukte gehandelt. Um einen Trend bei der Entwicklung der Monatsumsätze zu erkennen, werden Trendlinien<sup>93</sup> verwendet, welche die monatlichen Schwankungen der Umsatzzahlen glätten. In Abbildung 5 wird ersichtlich, dass der Handelsumsatz bei Renditeoptimierungsprodukten den Höhepunkt Mitte 2007 erreicht hat, während der Umsatz bei den beiden anderen Produktkategorien noch bis ins Jahr 2008 zugenommen hat. In der ersten Jahreshälfte 2009 erreichten die Umsätze aller Produktkategorien ihren Tiefpunkt. Jedoch zeigen die Trendlinien in der zweiten Jahreshälfte 2009 wieder nach oben, was auf steigende Umsätze mit Strukturierten Produkten im Jahr 2010 schliessen lässt.

Abbildung 5: Trendlinien des monatlichen Umsatzes von Strukturierten Produkten an der SWX/Scoach von 2005 bis 2009



Datenquelle: SIX Swiss Exchange (2010), sowie Scoach (2010b).

Die in Abbildung 4 dargestellte Entwicklung der Monatsumsätze zeigt, dass Partizipationsprodukte im Jahr 2009 mehr als die Hälfte des Umsatzes aller

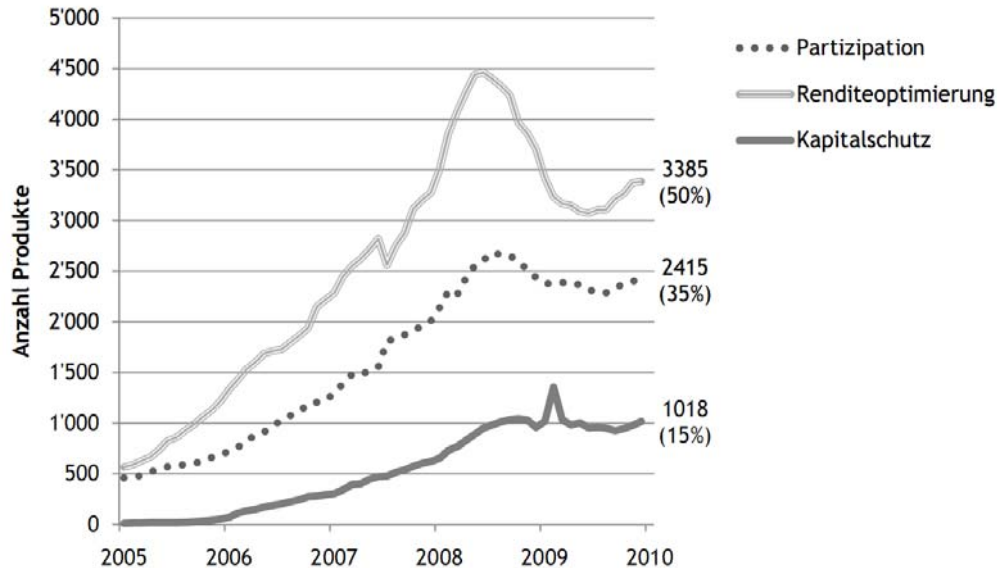
<sup>93</sup>Die Trendlinien wurden mithilfe von MS Excel erstellt. Dabei wurde ein polynomiales Verfahren des sechsten Grades angewandt.



an der Scoach kotierten Strukturierten Produkte generiert haben. Und dies, obwohl Ende 2009 50% aller an der Scoach kotierten Produkte der Kategorie der Renditeoptimierungsprodukte zugeordnet werden ( $\leftrightarrow$ Abbildung 6). Der Grund dafür ist, dass der Umsatz pro Partizipationsprodukt beinahe drei Mal höher ist als derjenige bei Renditeoptimierungsprodukten.

Aufgrund der höheren Anzahl an kotierten Produkten sowie der nicht im gleichen Masse wachsenden Handelsumsätze haben die monatlichen Umsätze pro kotiertes Produkt seit dem Jahr 2005 deutlich abgenommen. 2005 betrug der Monatshandelumsatz bei Partizipationsprodukten eine Mio. CHF und bei Renditeoptimierungsprodukten 700'000 CHF. Fünf Jahre später hat sich der monatliche Umsatz auf 330'000 CHF bei Partizipationsprodukten und bei Renditeoptimierungsprodukten auf 110'000 CHF reduziert. Der Umsatz pro Handelsabschluss hat sich hingegen in den letzten fünf Jahren wenig verändert. Er betrug im Dezember 2009 53'000 CHF bei den Renditeoptimierungsprodukten, 64'000 CHF bei den Partizipationsprodukten und 73'000 CHF bei den Kapitalschutzprodukten.

Abbildung 6: Absolute Entwicklung der Anzahl kotierter Produkte an SWX/Scoach von 2005 bis 2009



Datenquelle: SIX Swiss Exchange (2010), sowie Scoach (2010b).

In Abbildung 6 ist bei der Anzahl kotierter Strukturierter Produkte wie auch beim Umsatz oder der Anzahl an Handelsabschlüssen ein deutliches Wachstum

seit 2005 festzustellen, welches erst Mitte des Jahres 2008 gebremst wurde. Im Zuge der Erholung an den Aktienmärkten und der wieder wachsenden Umsätze beim Handel mit Strukturierten Produkten ist auch eine Zunahme an kotierten Produkten zu beobachten, was ebenfalls auf eine Erholung des Marktes für Strukturierte Produkte in der Schweiz hindeutet.

### **2.3.2 Anteil an Strukturierten Produkten in Kundendepots bei Schweizer Banken**

Zur Analyse des Anteils an Strukturierten Produkten in Kundendepots bei Schweizer Banken werden Daten aus dem von der SNB publizierten Statistischen Monatsheft<sup>94</sup> verwendet. Dieses umfasst unter anderem Angaben zur Höhe der Assets under Management in Kundendepots bei Schweizer Banken. Zudem wird aufgeschlüsselt, in welche Wertpapierkategorien diese Vermögen investiert sind. Seit März 2005 weist die SNB Strukturierte Produkte neben Geldmarktpapieren, Obligationen, Aktien und Anteilen an Kollektivanlagen als eigene Wertchriftenkategorie aus. Die SNB greift zur Kategorisierung und zur Abgrenzung auf die Swiss Derivative Map zurück, daher werden in den aktuellen Statistiken auch Hebelprodukte zu den Strukturierten Produkten gezählt.<sup>95</sup> Da jedoch der Anteil der Hebelprodukte am gesamten in Strukturierte Produkte investierten Vermögen Ende 2009 mit 6% klein war, sollte der Einfluss der Hebelprodukte auf die folgenden Auswertungen gering sein. Wenn es die Datengrundlage zulässt, erfolgt die Analyse ohne Hebelprodukte.

Zu Beginn des Jahres 2005 lagen in Kundendepots bei Schweizer Banken Strukturierte Produkte im Wert von 147 Mrd. CHF, was einem Anteil an den gesamten Assets under Management von 3,9% entsprach. Abbildung 7 zeigt, dass sich sowohl das in Strukturierte Produkte angelegte Vermögen als auch der Anteil am Gesamtvermögen bis Mitte des Jahres 2007 deutlich erhöhte. Mit einem Vermögen von 361 Mrd. CHF und einem Anteil von 6,8% wurde der Höhepunkt zu Beginn der durch die fallenden Immobilienpreise in den USA ausgelösten Finanzkrise im September 2007 erreicht. Im Jahr 2008 fielen die Assets under Management, die in Strukturierte Produkte angelegt waren, um 25%, während sich das in Aktien investierte Vermögen um beinahe 40% reduzierte.

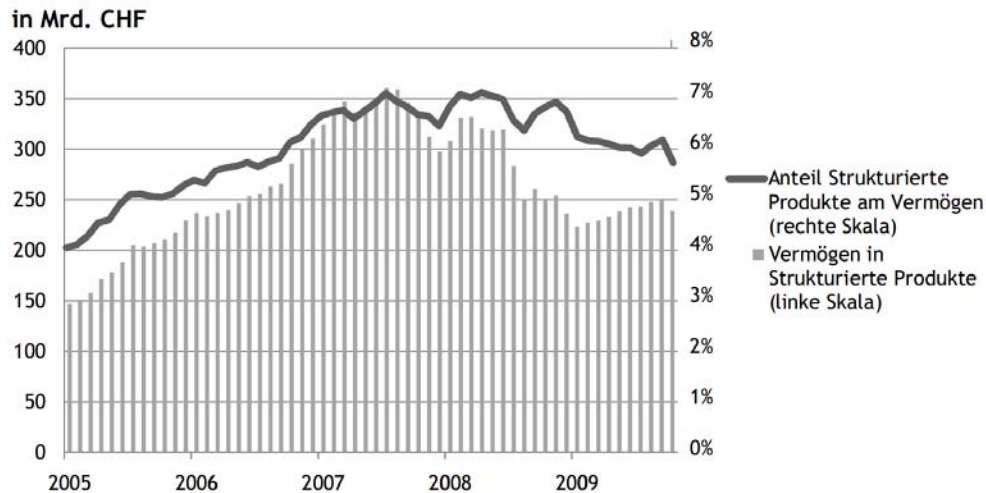
---

<sup>94</sup>Das Statistische Monatsheft der SNB enthält nebst den von der SNB erhobenen Daten aus der Bankenstatistik die wichtigsten in- und ausländischen Wirtschaftsdaten. Die aktuelle Version kann auf folgender Website abgerufen werden: <http://www.snb.ch/de/iabout/stat/statpub/statmon/stats/statmon>.

<sup>95</sup>Vgl. Schweizerische Nationalbank (2010b), S. 51.

Diese Rückgänge lassen sich zum grössten Teil auf die fallenden Kurse in den Aktienmärkten<sup>96</sup> zurückführen. Durch den geringeren Wertrückgang bei den in Strukturierte Produkte angelegten Assets unter Management erhöhte sich der Anteil am Gesamtvermögen von Ende 2007 bis Ende 2008 leicht auf 6,5%.

Abbildung 7: Entwicklung des in Strukturierte Produkte angelegten Vermögens und des Anteils am Gesamtvermögen von 2005 bis 2009



Datenquelle: Schweizerische Nationalbank (2010b), S. 52–53.

Der Anteil von Strukturierten Produkten am Gesamtvermögen reduzierte sich erst im Jahr 2009 (↔Abbildung 7). Während die in Aktien investierten Mittel unterstützt durch die positive Börsenentwicklung<sup>97</sup> um 26% zunahmen, sank das in Strukturierte Produkte angelegte Vermögen um 5% auf 239 Mrd. CHF. Dadurch nahm der Anteil von Strukturierten Produkten am Gesamtvermögen von 6,5% im Jahr zuvor auf 5,5% ab. Diese Daten zeigen, dass der Rückgang bei den in Strukturierte Produkte investierten Vermögen im Gegensatz zu den Börsenumsätzen und der Anzahl an kotierten Produkten trotz des positiven Börsenjahrs 2009 noch nicht gestoppt werden konnte.

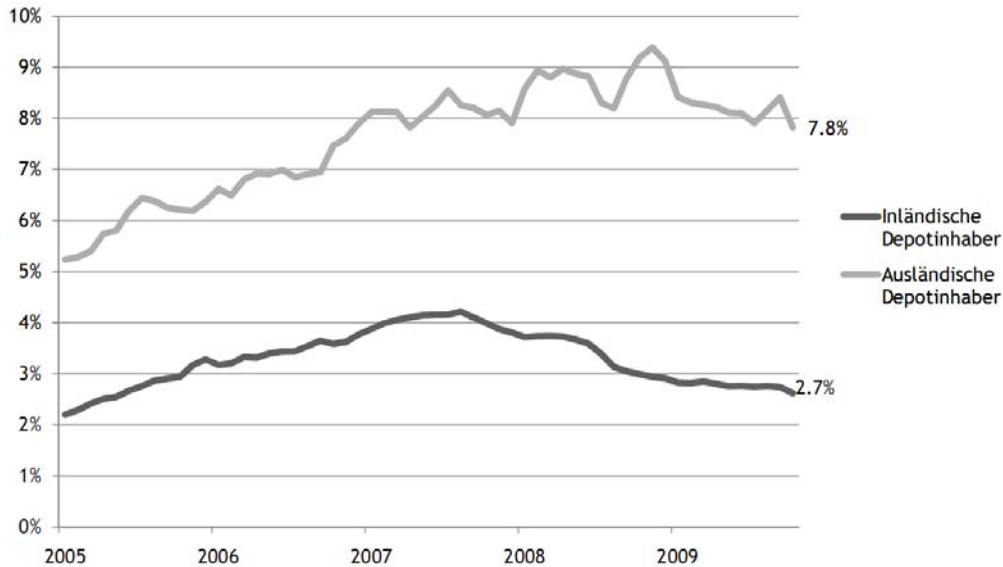
Deutliche Unterschiede sind zwischen inländischen und ausländischen Kunden zu beobachten (↔Abbildung 8). Während Schweizer Depotinhaber Ende 2009 nur knapp 3% ihres Vermögens in Strukturierte Produkte investiert hatten, betrug dieser Anteil bei den ausländischen Depotinhabern beinahe 8%. Bemerkenswert ist, dass bei den inländischen Depots das Interesse an diesen Anlagein-

<sup>96</sup>Der Schweizer Leitindex SMI fiel um 35% und der weltweite Aktienindex MSCI World verlor 42% seines Werts.

<sup>97</sup>Der SMI gewann 2009 18%, während der MSCI World um 27% zulegte.

strumenten seit Mitte 2007 stetig abnahm. Der Anteil in ausländischen Depots hingegen nahm auch zu Beginn der Finanzkrise weiter zu und erreichte erst zu Beginn des Jahres 2009 mit 9.4% den Höchststand.

Abbildung 8: Entwicklung des Anteils des von inländischen und ausländischen Depotinhabern in Strukturierte Produkte angelegten Vermögens von 2005 bis 2009



Datenquelle: Schweizerische Nationalbank (2010b), S. 50–51.

Ein Grund für diesen Unterschied könnte die in Abbildung 9 erkennbare konservativere Vermögensallokation der inländischen Depotinhaber sein. Der Anteil an risikobehafteten Wertpapieren wie z.B. Aktien ist in ausländischen Depots deutlich höher als in inländischen Kundendepots, und da Strukturierte Produkte – wie später in Abschnitt 5.5 gezeigt wird – von vielen Anlegern als eine eher riskante Anlageklasse gesehen werden, verzichten viele inländische Kunden auf den Einsatz von Strukturierten Produkten.

Neben der Herkunft des Depotinhabers wird im Statistischen Monatsheft der SNB auch zwischen der Art des Anlegers<sup>98</sup> differenziert. Der Anteil von Struk-

<sup>98</sup>Die SNB unterscheidet zwischen folgenden Typen von Anlegern:

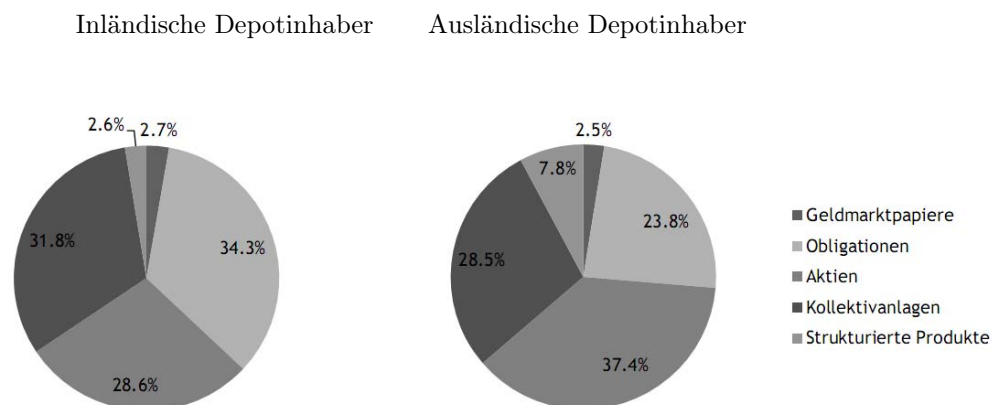
**Privatkunden:** Dazu gezählt werden Privatpersonen (unselbstständig Erwerbende, Nichterwerbstätige, Rentner, Studenten, Kinder) und Selbstständigerwerbende.

**Kommerzielle Kunden:** Dazu gehören nichtfinanzielle Unternehmen, die öffentliche Hand sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck.

**Institutionelle Kunden:** Dazu zählen finanzielle Unternehmen inklusive Banken und Sozialversicherungen.

Vgl. Schweizerische Nationalbank (2010a), S. 1–2.

Abbildung 9: Vermögensallokation bei inländischen und ausländischen Depotinhabern im Dezember 2009



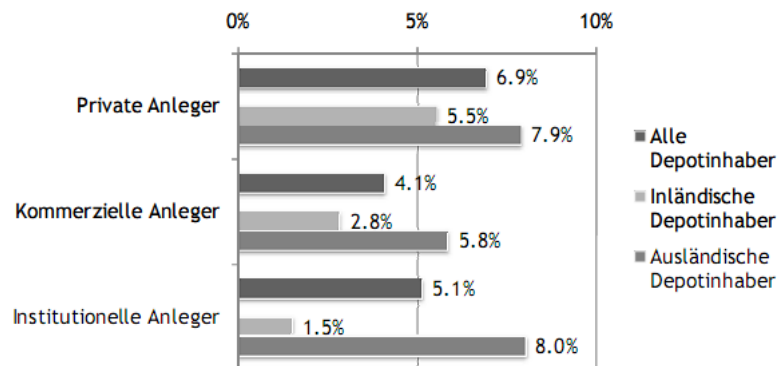
Datenquelle: Schweizerische Nationalbank (2010b), S. 50–51.

turierten Produkten am gesamten in Wertpapiere angelegten Vermögen ist bei den privaten Anlegern mit knapp 7% am höchsten, während kommerzielle Anleger nur 4% und institutionelle Anleger 5% ihres Vermögens in Strukturierte Produkte investiert haben. Wiederum sind deutliche Unterschiede zwischen in- und ausländischen Depotinhabern zu beobachten. Inländische kommerzielle und institutionelle Anleger tätigen kaum Anlagen in Strukturierte Produkte, hingegen haben ausländische institutionelle Anleger Strukturierte Produkte mit einem Wert von 126 Mrd. CHF in ihren Depots, was einen Anteil von 8% am Gesamtvermögen ergibt.

Die der vorliegenden Arbeit zugrundeliegenden Umfrage bezieht sich auf die inländischen Privatkunden. Diese haben Ende des Jahres 2009 5,5% ihres Gesamtvermögens in Strukturierte Produkte angelegt, was einem Marktwert von 26 Mia. CHF entspricht. Zusammen mit den ausländischen privaten Anlegern, welche Strukturierte Produkte im Wert von 54 Mrd. CHF besitzen, wird ein Drittel der in Schweizer Kundendepots liegenden Strukturierten Produkte von Privatkunden gehalten.

Seit Juli 2009 werden von der SNB zusätzlich Daten darüber erhoben, in welche der Produktkategorien gemäss Swiss Derivative Map investiert wird. Auf eine zeitbezogene Analyse wird hier aufgrund der kurzen Zeitreihe verzichtet und folgend nur die Situation Ende des Jahres 2009 abgebildet. Ausserdem werden ausschliesslich die Produktkategorien Kapitalschutz, Partizipation und Renditeoptimierung untersucht, da die Kategorie der Hebelprodukte in der vorliegenden

Abbildung 10: Anteil des in Strukturierte Produkte angelegten Vermögens bei privaten, kommerziellen und institutionellen Depotinhabern Ende Dezember 2009

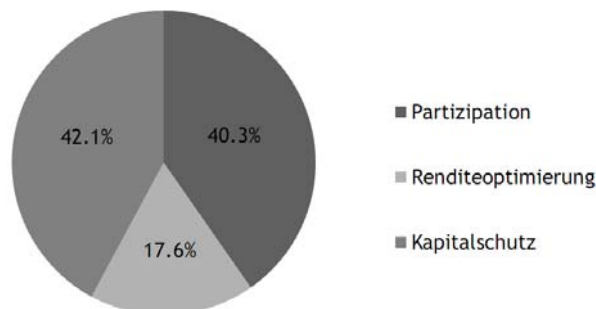


Datenquelle: Schweizerische Nationalbank (2010b), S. 50–55.

Arbeit nicht zu den Strukturierten Produkten gezählt werden.

Abbildung 11 zeigt, dass je 40% des gesamthaft in Strukturierte Produkte angelegten Kapitals in Partizipations- und Kapitalschutzprodukte investiert wird, während nur knapp 20% in die Kategorie der Renditeoptimierungsprodukte fließt. Im Vergleich mit der Anzahl an kotierten Produkten (↔Abbildung 6) sowie dem börslichen Umsatz (↔Abbildung 4) wird sichtbar, dass Renditeoptimierungsprodukte – obwohl die Hälfte aller kotierten Produkte dieser Kategorie zugeordnet werden und sie über einen Drittel des Börsenumsatzes generieren – bei der Vermögensanlage eine deutlich weniger wichtige Rolle als Kapitalschutz- und Partizipationsprodukte spielen.

Abbildung 11: Anteil des in Produktkategorien angelegten Vermögens Ende Dezember 2009

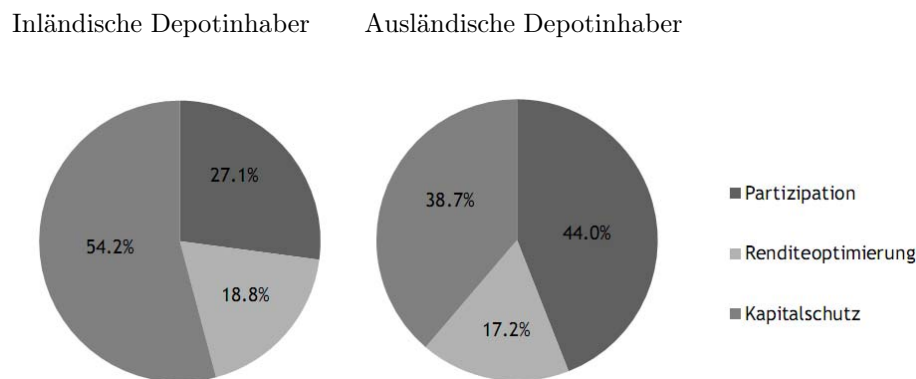


Datenquelle: Schweizerische Nationalbank (2010b), S. 52–53.

Ein Grund für diese divergierenden Resultate ist der ausserbörsliche Handel, der in der Schweiz drei bis vier Mal grösser ist als der Handel mit Strukturierten Produkten an der Börse.<sup>99</sup> Es scheint, dass insbesondere Kapitalschutzprodukte häufig nicht an der Börse gehandelt werden, was die geringen Handelsvolumina sowie die kleine Anzahl an kotierten Produkten erklärt. Zudem ist die Vielfalt an Basiswerten bei den Partizipations- und Kapitalschutzprodukten geringer, da diese oft auf Leitindizes beruhen. Im Gegensatz dazu werden bei Renditeoptimierungsprodukten vielfach drei Einzeltitel als Underlying gewählt, was eine beinahe unendliche Anzahl an Kombinationen ermöglicht.

Wie auch schon beim Anteil von Strukturierten Produkten am Gesamtvermögen zeigen sich auch bei der Relevanz der Produktkategorien Unterschiede zwischen in- und ausländischen Depotinhabern (↔Abbildung 12). Wiederum agieren inländische Anleger konservativer als ausländische. Über die Hälfte des in Strukturierte Produkte investierten Vermögens legen inländische Depotinhaber in die risikoarme Kategorie der Kapitalschutzprodukte an, während ausländische Kunden Partizipations- den Kapitalschutzprodukten vorziehen. Gemeinsam ist beiden, dass Renditeoptimierungsprodukte mit einem Anteil von weniger als 20% bei der Anlage des Vermögens eine untergeordnete Rolle spielen.

Abbildung 12: Allokation in Produktkategorien bei inländischen und ausländischen Depotinhabern Dezember 2009



Datenquelle: Schweizerische Nationalbank (2010b), S. 50–51.

<sup>99</sup>Vgl. Tester (2009).





### 3 Funktionsweise und Einsatzmöglichkeiten ausgewählter Strukturierter Produkte

Die Vielfalt an unterschiedlichen Strukturierten Produkten schafft für einen Investor Chancen, seine Anlageideen zu verwirklichen. Jedoch verursacht sie auch Schwierigkeiten, die Übersicht über alle Produkttypen zu wahren. Daher wird in Kapitel 3 ein Überblick über die wichtigsten im Schweizer Markt angebotenen Strukturierten Produkte gegeben. Die Kategorisierung lehnt sich an die in Abschnitt 2.2 beschriebene Swiss Derivative Map an. Sie unterscheidet sich aber dadurch, dass die Kategorie der Hebel-Produkte nicht zu den Strukturierten Produkten gezählt wird, da sie das Merkmal der Kombination gemäss der Definition in Abschnitt 1.4 nicht erfüllt.

Im Folgenden werden die Funktionsweise und die Einsatzmöglichkeiten der einzelnen Produkttypen aus den drei Kategorien Partizipation, Renditeoptimierung sowie Kapitalschutz aufgezeigt. Die Funktionsweise jedes Produkttyps wird anhand des Auszahlungsprofils charakterisiert.<sup>100</sup> Dieses bildet die Auszahlung und somit indirekt auch die Rendite des Strukturierten Produkts am Ende der Laufzeit in Abhängigkeit der Kursentwicklung des zugrundeliegenden Basiswertes ab. Zu beachten gilt es für einen Anleger zudem, dass das Auszahlungsprofil ausschliesslich den am Ende der Laufzeit erzielten Gewinn oder Verlust widerspiegelt. Während der Laufzeit kann der Kursgewinn oder –verlust des Strukturierten Produkts deutlich vom Erfolg abweichen, welcher im Auszahlungsprofil abgebildet ist.

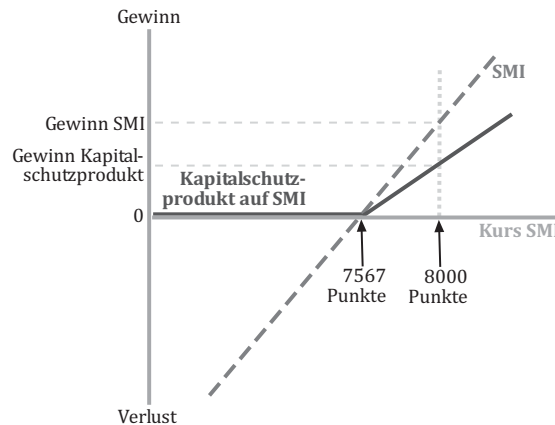
Abbildung 13 zeigt den Aufbau eines Auszahlungsprofils anhand eines Kapitalschutzprodukts auf den Swiss Market Index (SMI). Auf der Abszisse wird die absolute Entwicklung des Basiswertes – im Beispiel der SMI – abgetragen, während auf der Ordinate der Gewinn oder Verlust des Produkts (durchgehende Linie) im Vergleich zu einer Investition in den Basiswert (gestrichelte Linie) dargestellt wird. Falls der SMI am Ende der Laufzeit über 7'567 Punkte schliesst, erzielt der Käufer des Kapitalschutzprodukts einen Gewinn.

Zur Illustration dient ein Beispiel, in welchen der SMI am Ende der Laufzeit bei 8'000 Punkten steht. Die hellgraue, gepunktete Linie in Abbildung 13 markiert den Stand des SMI bei 8'000 Punkten. An den Schnittpunkten der hellgrauen Linie mit den Linien, welche den Gewinn oder Verlust des SMI (gestrichelte,

---

<sup>100</sup>Die Darstellung der Auszahlungsprofile lehnt sich an diejenige in der Swiss Derivative Map an, die Anhang 5 zu finden ist.

Abbildung 13: Auszahlungsprofil eines Kapitalschutzprodukts auf den Swiss Market Index



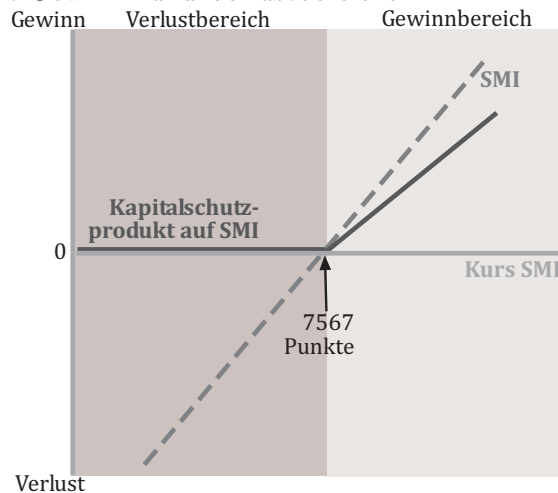
Datenquelle: Termsheet der ZKB (ISIN: CH0023615617).

dunkelgraue Linie) sowie denjenigen des Kapitalschutzprodukts (durchgehende, schwarze Linie) darstellen, lässt sich der jeweilige Erfolg eines Anlegers ablesen. Ein Anleger in das Kapitalschutzprodukt würde in diesem Fall einen Gewinn erzielen, welcher aber etwas tiefer ausfällt als bei einer Anlage in den Basiswert. Zusätzlich werden bei der Beschreibung der Produkttypen im Auszahlungsprofil – wie in Abbildung 14 sichtbar – die Gewinn- und Verlustbereiche identifiziert, um daraus die Einsatzmöglichkeiten für einen Anleger abzuleiten. Dabei wird immer davon ausgegangen, dass der Anleger das Strukturierte Produkt zum Zeitpunkt der Emission gekauft hat.<sup>101</sup> Schliesst im Beispiel der SMI am Ende der Laufzeit unterhalb von 7'567 Punkten, erleidet der Anleger einen Verlust.<sup>102</sup> Dieser Bereich ist in Abbildung 14 mit einem dunklen Grauton unterlegt, während der Gewinnbereich mit hellem Grau gekennzeichnet ist. Bei Produkten, deren Rendite am Ende der Laufzeit vom Kursverlauf des Basiswertes während der Laufzeit abhängt, ergibt sich noch ein dritter Bereich, welcher in den nachfolgenden Auszahlungsprofilen mit einem Grauton markiert wird, dessen Helligkeit zwischen dem Grau des Gewinnbereichs und demjenigen des Verlustbereichs liegt. In dieser Zone ist die Auszahlung des Strukturierten Produkts nicht nur vom Schlusskurs des Basiswertes, sondern auch von dessen Kursbewegungen während der Laufzeit abhängig.

<sup>101</sup> Beinahe zwei Drittel aller Befragten in der repräsentativen Umfrage gaben an, ihre Strukturierten Produkte mehrheitlich bei Emission zu kaufen.

<sup>102</sup> Der Verlust entsteht durch den Anfall von Opportunitätskosten. Der Anleger verzichtet z.B. auf die Zinsen einer Obligation oder die Dividenden einer Aktie.

Abbildung 14: Auszahlungsprofil eines Kapitalschutzprodukts auf den Swiss Market Index mit Gewinn- und Verlustbereichen



Datenquelle: Termsheet der ZKB (ISIN: CH0023615617).

Da für einen Investor in Strukturierte Produkte neben dem Auszahlungsprofil auch die steuerliche Behandlung relevant ist, wird jeweils auch auf den Steueraspekt eingegangen. Abgeschlossen wird die Produktbeschreibung durch eine Analyse der Stärken und Schwächen des jeweiligen Produkttyps. Zunächst wird die Kategorie der Partizipationsprodukte näher betrachtet.

### 3.1 Partizipationsprodukte

Partizipationsprodukte sind Strukturierte Produkte, die den Wertverlauf eines zugrundeliegenden Basiswertes sowohl bei steigenden als auch bei sinkenden Kursen eins zu eins abbilden. In der Grundform ist das Auszahlungsprofil eines solchen Produkts symmetrisch zum Auszahlungsprofil des Basiswertes, d.h. der Wert des Produkts folgt dem Kursverlauf des Basiswertes. Charakterisiert werden Partizipationsprodukte durch ein unlimitiertes Upside-Potenzial und ein, bezogen auf das eingesetzte Kapital, unlimitiertes Downside-Risiko. Aufgrund ihrer Konstruktion sind Partizipationsprodukte diejenige Kategorie, welche das höchste Risiko aller drei Produktkategorien aufweist.<sup>103</sup>

Als Basiswerte kommen Aktien-, Rohstoff- oder Obligationenindizes oder Kombinationen davon in Frage. Ebenfalls finden sich im Schweizer Markt Zertifikate auf Aktienkörbe, welche vom Emittenten eigens für das Produkt generiert wer-

<sup>103</sup>Vgl. Blümke (2009), S. 53.

den, oder Produkte, welche der Entwicklung von Zinsen oder Währungen folgen. Zusätzlich zur Grundform, die Tracker-Zertifikat genannt wird, sind im Laufe der Zeit noch weitere Produkte entstanden, die entweder einen teilweisen Schutz gegen Kursverluste oder eine höhere Partizipation an Kursgewinnen des Basiswertes aufweisen. Diese Varianten der Partizipationsprodukte werden durch die Beimischung von Optionen zum Basiswert erreicht. Der Kauf der Optionen wird mit den Dividenden auf dem Basiswert finanziert, auf welche der Anleger bei einer Investition in ein Partizipationsprodukt verzichtet. Partizipationsprodukte eignen sich für Anleger, welche von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen.<sup>104</sup>

### 3.1.1 Tracker-Zertifikate

Das Tracker-Zertifikat bildet ähnlich wie ein Anlagefonds den Kursverlauf des Basiswertes eins zu eins ab. Abbildung 15 zeigt das Auszahlungsprofil sowie die Verlust- und Gewinnbereiche des Tracker-Zertifikates. Falls der Basiswert am Ende der Laufzeit unterhalb des Strike, der dem Kurs des Basiswertes zum Zeitpunkt der Emission entspricht, schliesst (dunkler Bereich), erleidet der Anleger einen Verlust. Bei einem Schlusskurs des Basiswertes oberhalb des Strike (heller Bereich) erzielt der Anleger eine positive Rendite. Da der Emittent als Entgelt für die Konstruktion des Produkts<sup>105</sup> einen Teil der Ausschüttungen des Basiswertes einbehält, muss zudem beachtet werden, dass der Anleger ins Strukturierte Produkt durch den – zumindest teilweisen – Verzicht auf die Ausschüttungen eine leicht tiefere Rendite als bei einer Direktinvestition in den Basiswert erzielt.

Charakteristisch für dieses Produkt ist das symmetrische Auszahlungsprofil und der im Vergleich zum zugrundeliegenden Basiswert identische Kursverlauf. Der Anleger in das Tracker-Zertifikat profitiert bei einem Anstieg des Basiswertes um 1% auch von einem Kursanstieg von 1%, während er bei einem Rückgang des Basiswertkurses um 1% auch einen Wertverlust von 1% erleidet.

### Einsatzmöglichkeiten und Eignung

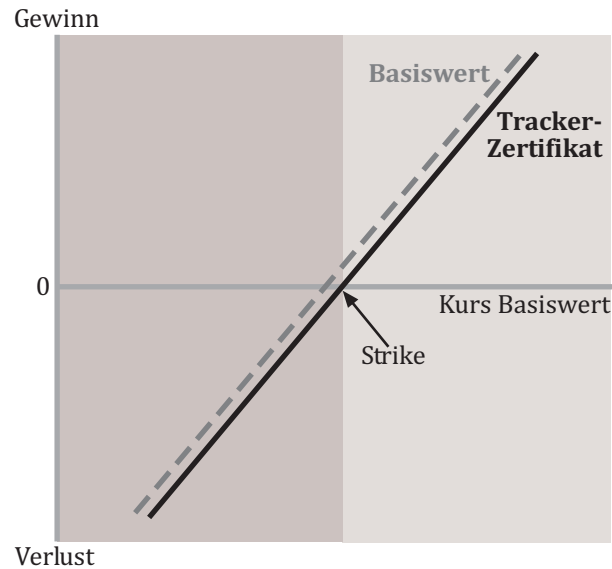
Tracker-Zertifikate eignen sich für Anleger, die von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, mittel- bis langfristig in einen gut diversifizierten Korb

---

<sup>104</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 37–49, und Blümke (2009), S. 53.

<sup>105</sup>Tracker-Zertifikate bestehen meist aus einer Geldmarktanlage sowie einem Futures auf den Basiswert des Produkts.

Abbildung 15: Auszahlungsprofil Tracker-Zertifikat



von Aktien oder anderen Wertpapieren investieren wollen und bereit sind, das Downside-Risiko zu tragen. Für in aktiv gemanagte Anlagefonds investierte Anleger sind Tracker-Zertifikate eine Alternative, welche sich ähnlich wie Exchange-Traded-Funds dadurch auszeichnet, dass der dem Produkt zugrundeliegende Korb von Wertpapieren im Voraus definiert ist. Der Anleger ist nicht von den Entscheidungen des Fondsmanagers abhängig. Dies kann jedoch auch ein Nachteil sein, da die Zusammensetzung des Tracker-Zertifikats bis zum Ende der Laufzeit nicht angepasst werden darf und somit auch nicht auf veränderte Marktbedingungen reagiert werden kann. Vorteilhaft für einen Anleger ist, dass ein kotiertes Tracker-Zertifikat jederzeit an der Börse ge- oder verkauft werden kann. So erhält der Investor die Möglichkeit, rasch auf veränderte Marktbedingungen reagieren zu können.<sup>106</sup>

Im Vergleich zu einem aktiv gemanagten Anlagefonds oder einem passiven Indexfonds wie Exchange-Traded-Funds bestehen auch Nachteile. Zum einen bilden Tracker-Zertifikate im Konkursfall des Emittenten kein Sondervermögen. Dadurch geht der Anleger ein zusätzliches Risiko – das Gegenparteirisiko – ein. Zum anderen erhält der Anleger in das Strukturierte Produkt keine Dividenden ausbezahlt. Diese werden dem Anleger allfällig als Preisabschlag bei der Emission des Tracker-Zertifikats weitergegeben. Die Kostentransparenz für den Anleger ist im Gegensatz zum Anlagefonds, bei dem die Total Expense Ratio

<sup>106</sup>Vgl. Rieger (2009), S. 184, und Blümke (2009), S. 54–56.

angegeben werden muss, nicht gegeben.<sup>107</sup>

## **Einkommenssteuern**

Falls ein Tracker-Zertifikat aus weniger als fünf Aktien zusammengesetzt ist und der Wert den aktuellen Aktienkursen abzüglich der diskontierten erwarteten Dividenden entspricht, ist die steuerliche Behandlung von der Laufzeit abhängig.<sup>108</sup> Tracker-Zertifikate mit einer Laufzeit von kleiner als einem Jahr sind von der Eidgenössischen Steuerverwaltung auf Zusehen hin einkommenssteuerfrei, während bei Tracker-Zertifikaten mit einer Laufzeit von grösser als einem Jahr die diskontierten Dividenden zum Zeitpunkt der Rückzahlung des Produkts als steuerbarer Vermögensertrag von der Einkommenssteuer erfasst werden.<sup>109</sup>

Zertifikate, welche auf einem Index mit mehr als fünf Aktien oder auf Rohstoffen beruhen, werden steuerlich im Rahmen einer Ausnahmeregelung als eigene Kategorie von Finanzinstrumenten behandelt.<sup>110</sup> Dies führt dazu, dass wieder angelegte Erträge Kapitalgewinne darstellen und somit steuerfrei sind.<sup>111</sup> Ausschüttungen werden hingegen als Vermögensertrag angesehen und unterliegen wie bei Anlagefonds der Einkommenssteuer.<sup>112</sup>

## **Fazit**

Sowohl Tracker-Zertifikate als auch Anlagefonds ermöglichen es einem Anleger auch mit kleineren Geldbeträgen sein Portfolio zu diversifizieren. Sie eignen sich für Investoren, die zu wenig Kapital für Direktinvestitionen haben, jedoch gut diversifiziert in ein bestimmtes Anlagethema investieren wollen. Zudem hat der Anleger in ein Tracker-Zertifikat gegenüber einer Investition in einen Anlagefonds den Vorteil, dass die Zusammensetzung des Wertpapierkorbs im Voraus bekannt und unveränderlich ist, sowie, dass er das Produkt jederzeit an der Börse verkaufen kann. Diesen Vorteilen stehen die im Vergleich zu Anlagefonds höhere Kostenintransparenz, der teilweise Verzicht auf Dividendenausschüttungen sowie das Gegenparteirisiko gegenüber.

---

<sup>107</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 38–41, und Szczesny (2007), S. 93–97.

<sup>108</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2007), S. 93.

<sup>109</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Anhang III, Ziffer 4, S. 3.

<sup>110</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Anhang III, Ziffer 1a, S. 1.

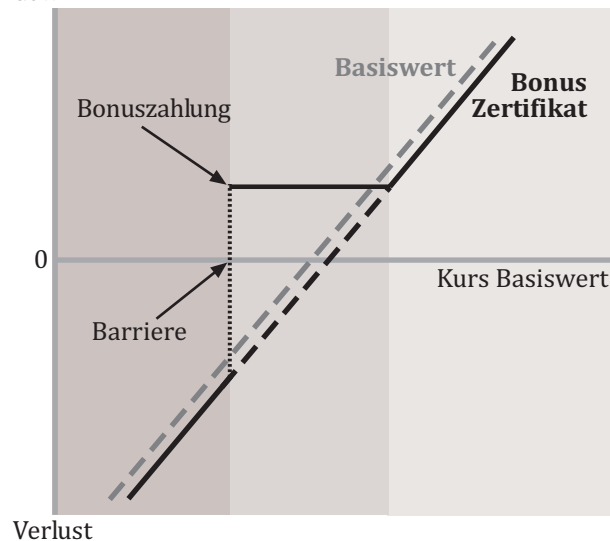
<sup>111</sup>Vgl. Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (1990), Art. 16, Abs. 3.

<sup>112</sup>Vgl. Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (1990), Art. 20, Abs. 1, lit. b.

### 3.1.2 Bonus-Zertifikate

Eine Weiterentwicklung des Tracker-Zertifikats ist das Bonus-Zertifikat, welches sich durch einen teilweisen Schutz gegen fallende Kurse des Basiswertes auszeichnet. Zum Emissionszeitpunkt wird eine Barriere festgelegt, welche sich unterhalb des aktuellen Kurses des Basiswertes befindet. Fällt der Basiswert während der Laufzeit nie unter diese Barriere, erhält der Anleger am Ende der Laufzeit einen Betrag ausbezahlt, der über dem investierten Kapital liegt. Dieser Rückzahlungsbetrag setzt sich im Minimum aus dem Nominalwert des Produktes sowie einer im Voraus definierten Bonuszahlung zusammen. Das Auszahlungsprofil in Abbildung 16 zeigt, dass sich das Bonus-Zertifikat im dunklen und im hellen Bereich nicht von einem Tracker-Zertifikat unterscheidet. Bewegt sich der Kurs des Basiswertes in diesen Bereichen, partizipiert der Anleger eins zu eins an dessen Kursänderungen. In der mittleren Zone wird das Bonus-Zertifikat durch eine horizontale Linie (Bonuszahlung) über dem Basiswert (Kurs Basiswert) ersetzt, sobald dieser die Barriere erreicht.

Abbildung 16: Auszahlungsprofil Bonus-Zertifikat



Im mittleren Bereich hingegen ist das Auszahlungsprofil nicht länger symmetrisch und die Auszahlung ist abhängig vom Kursverlauf des Basiswertes während der Laufzeit. Am Ende der Laufzeit wird dem Investor in ein Bonus-Zertifikat unter der Voraussetzung, dass der Basiswert die Barriere nie unterschritten hat, unabhängig vom Wert des Basiswertes das eingesetzte Kapital sowie die Bonuszahlung ausbezahlt. Falls hingegen der Basiswert die Barriere während der Laufzeit unterschritten hat, wird das Bonus-Zertifikat zu einem Tracker-Zertifikat und die Auszahlung am Ende der Laufzeit folgt im mittleren

Bereich der gestrichelten Linie. Für den teilweisen Kapitalschutz verzichtet der Anleger auf die Dividenden des Basiswertes, welche für den Kauf einer Down-and-out Put-Option<sup>113</sup> eingesetzt werden.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Bonus-Zertifikate eignen sich für Anleger, die mittelfristig investieren wollen<sup>114</sup>, von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, jedoch leichte Kursrückgänge nicht ausschliessen und für den teilweisen Kapitalschutz auf die Dividende des Basiswertes verzichten wollen. Das Risiko-Rendite-Profil unterscheidet sich von demjenigen eines Tracker-Zertifikats dadurch, dass der Anleger im mittleren Bereich des Auszahlungsprofils einen bedingten Schutz gegen fallende Kurse aufweist und somit das Risiko durch den Verzicht auf die Dividenden etwas reduziert wird. Eine weitere positive Eigenschaft dieses Strukturierten Produkts ist die unbegrenzte Partizipation an steigenden Kursen des Basiswertes. Nachteilig ist neben dem Verzicht auf die Dividende die Tatsache, dass sich der bedingte Schutz gegen Verluste bei grossen Kursrückgängen, wie sie sich etwa Ende des Jahres 2007 und im Jahr 2008 ereigneten, als trügerisch erweisen kann. Die Barriere wird in solchen Fällen häufig unterschritten und dies führt dazu, dass der Anleger das volle Downside Risiko des Basiswertes trägt. Für Anleger, die sich gegen Kursrückgänge absichern wollen, eignen sich Bonus-Zertifikate wie auch alle anderen Produkttypen aus der Kategorie der Partizipationsprodukte aus diesem Grund nicht.<sup>115</sup>

### **Einkommenssteuern**

Folgende Ausführungen zur steuerlichen Situation gelten nicht nur für Bonus-Zertifikate, sondern auch für Outperformance-, Outperformance-Bonus- und Twin-Win-Zertifikate. Falls das Zertifikat im Sinne der Eidgenössischen Steu-

---

<sup>113</sup>Die Down-and-out Put-Option weist zusätzlich zum Strike, welcher der Bonusschwelle des Zertifikats entspricht, noch eine Barriere auf. Diese Barriere liegt unterhalb des Strike und stimmt mit derjenigen des Bonus-Zertifikats überein. Falls der Kurs des Basiswertes die Barriere berührt oder unterschreitet, verfällt die Put-Option wertlos und der Investor verliert seinen Schutz vor Verlusten. Vgl. Hull (2006), S. 533–535.

<sup>114</sup>Für einen Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont eignen sich Bonus-Zertifikate wenig, da der bedingte Kapitalschutz auf einen Bereich um den Kurs des Basiswertes zu Beginn der Laufzeit gelegt wurde. Wenn sich der Basiswert während der Laufzeit vom Ausgangskurs weg bewegt, verliert das Bonus-Zertifikat seine Eigenschaften und wird zum Tracker-Zertifikat.

<sup>115</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 41–42, Blümke (2009), S. 57–58, und Szczesny (2007), S. 130–134.



erverwaltung transparent<sup>116</sup> ist, gelten die Erträge aus der Optionsstrategie als steuerfreie Kapitalgewinne. Die während der Haltedauer des Zertifikats anfallenden Erträge aus der Obligationskomponente (Zinsen) unterstehen der Einkommenssteuer. Dabei kommt die modifizierte Differenzbesteuerung<sup>117</sup> zur Anwendung.<sup>118</sup> Eine Ausnahme besteht bei Produkten mit einer Laufzeit von kleiner als einem Jahr. Diese werden als steuerfreies Termingeschäft behandelt, und daher muss auch der Zinsanteil nicht als Einkommen versteuert werden.<sup>119</sup>

## Fazit

Bonus-Zertifikate sind eine interessante Alternative zu einer Direktanlage in den Basiswert, da sie einen durch den Dividendenverzicht erkauften, bedingten Schutz vor Verlusten aufweisen. Abbildung 16 veranschaulicht, dass der Investor ins Strukturierte Produkt im mittleren Bereich Renditevorteile gegenüber der Direktanlage hat, falls die Barriere nicht verletzt wurde. Im dunklen und im hellen Bereich des Auszahlungsprofils wird der Anleger jedoch durch die Nicht-Ausschüttung der Dividenden eine schlechtere Rendite erzielen.<sup>120</sup>

### 3.1.3 Outperformance-Zertifikate

Das Outperformance-Zertifikat ist eine weitere Variation des Tracker-Zertifikats. Anstelle des bedingten Schutzes vor Verlusten wie beim Bonus-Zertifikat partizipiert der Anleger beim Outperformance-Zertifikat stärker an Kursgewinnen des Basiswertes. Abbildung 17 zeigt, dass sich das Outperformance-Zertifikat im dunklen Bereich gleich verhält wie der Basiswert oder ein Tracker-Zertifikat. Im hellen Bereich weist das Outperformance-Zertifikat sowohl im Vergleich zum Basiswert wie auch zum Tracker-Zertifikat eine höhere Partizipation an Verän-

---

<sup>116</sup>Ein Strukturiertes Produkt erfüllt das Kriterium der Transparenz, falls der Emittent den Ertrag des Produktes in eine Optionsprämien- und eine Zinskomponente unterteilt und diese im Termsheet darstellt. Für den Zinsanteil, der für die Einkommenssteuer von Relevanz ist, wird derjenige Zinssatz angewandt, welcher der Laufzeit und der Währung des Produkts sowie der Bonität des Emittenten entspricht. Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4, S. 9–11.

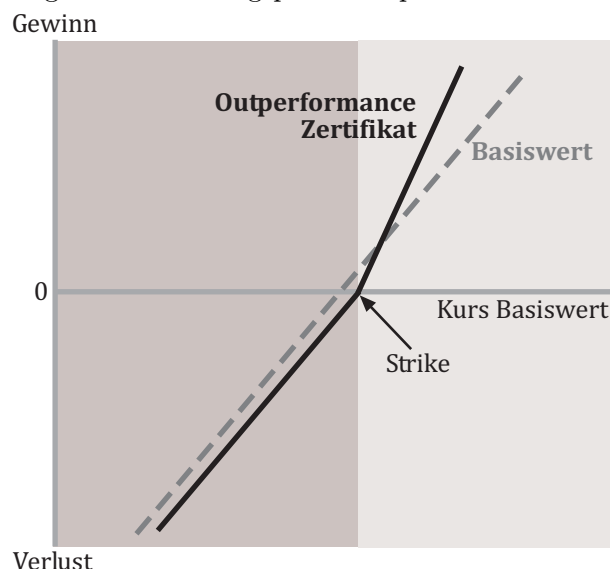
<sup>117</sup>Bei der modifizierten Differenzbesteuerung wird der Wertzuwachs der Obligation besteuert, der während der Haltedauer erzielt wurde. Dieser entspricht der Differenz zwischen dem Bondfloor bei Emission oder Kauf und demjenigen bei Verfall oder Verkauf. Der jeweilige Wert des Bondfloors wird ermittelt, indem die künftigen Cash-flows mit dem geltenden Zinssatz diskontiert werden. Da der Zinssatz während der Laufzeit des Produkts in der Regel nicht konstant bleibt, wird der bei der Emission geltende Diskontierungssatz mit dem aktuellen fünfjährigen Swapsatz adjustiert, um dem veränderten Zinsumfeld Rechnung zu tragen. Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4.1, S. 10.

<sup>118</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.6, S. 11–12.

<sup>119</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Anhang III, Ziffer 5a, S. 4.

<sup>120</sup>Vgl. Rieger (2009), S. 188.

Abbildung 17: Auszahlungsprofil Outperformance-Zertifikat



derungen des Basiswertkurses auf, d.h. ein Anleger profitiert überproportional von Kursgewinnen des Basiswertes. Wie auch beim Bonus-Zertifikat werden die Dividenden nicht ausgeschüttet, sondern für eine Optionsstrategie verwendet. Die höhere Partizipation des Outperformance-Zertifikats wird durch den Kauf einer Call-Option<sup>121</sup> erreicht.

### Einsatzmöglichkeiten und Eignung

Outperformance-Zertifikate eignen sich anstelle einer Direktinvestition, wenn ein Investor mit steigenden Kursen des Basiswertes rechnet und an diesen überproportional partizipieren will. Er ist dafür bereit, auf die Dividenden des Basiswertes zu verzichten. Gleich wie beim Bonus-Zertifikat eignen sich Outperformance-Zertifikate für einen mittelfristigen Anlagehorizont.<sup>122</sup> Das Risiko-Rendite Profil des Outperformance-Zertifikats entspricht im dunklen Bereich demjenigen einer Direktanlage in den zugrundeliegenden Wert. Im hellen Bereich weist das Outperformance-Zertifikat durch die Hebelwirkung der eingesetzten Call-Option ein höheres Risiko, aber gleichzeitig auch grössere Renditechancen als eine Investition in den Basiswert auf. Die überproportionale Partizipation an der Renditeentwicklung führt dazu, dass der Investor nach anfänglichen Kursgewinnen des Basiswertes im Vergleich zu diesem auch höhere Verluste erleiden kann,

<sup>121</sup>Der Strike der Call-Option entspricht demjenigen des Outperformance-Zertifikats.

<sup>122</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 42–45, und Szczesny (2007), S. 140–142.

da der Hebel auch bei Kursverlusten wirkt. Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener von Bonus-Zertifikaten, welche in Abschnitt 3.1.2 beschrieben wird.

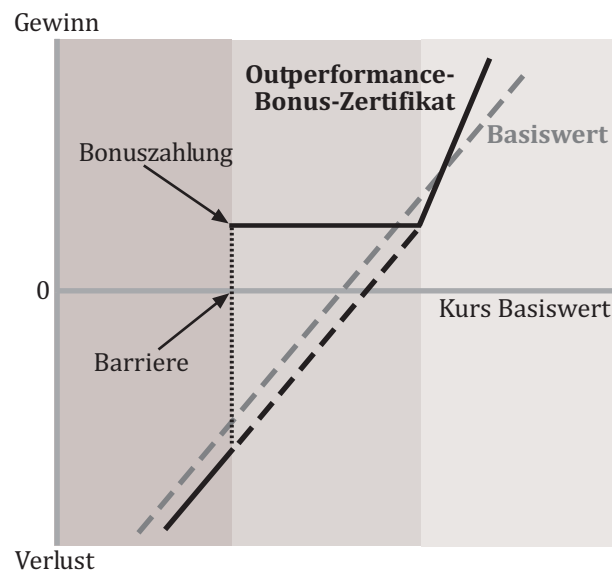
## Fazit

Wie Bonus-Zertifikate sind auch Outperformance-Zertifikate eine prüfenswerte Alternative zu einer Direktanlage in den Basiswert. Durch die höhere Partizipation an Kursbewegungen des Basiswertes im Gewinnbereich ( $\leftrightarrow$  Abbildung 17) sowie den fehlenden bedingten Kapitalschutz, den ein Bonus-Zertifikat aufweist, eignen sich Outperformance-Zertifikate eher für Anleger mit einer höheren Risikobereitschaft.

### 3.1.4 Outperformance-Bonus-Zertifikate

Das Outperformance-Bonus-Zertifikat stellt eine Kombination der Eigenschaften eines Bonus- und eines Outperformance-Zertifikats dar. In Abbildung 18 zeigen sich die Merkmale beider Produkte. Neben der Bonuszahlung und dem bedingten Kapitalschutz bietet das Outperformance-Bonus-Produkt auch eine überproportionale Partizipation an Kurssteigerungen des Basiswertes.

Abbildung 18: Auszahlungsprofil Outperformance-Bonus-Zertifikat



Im dunklen Bereich verhält sich das Zertifikat wie der Basiswert, während der Kursverlauf im mittleren Bereich identisch zu demjenigen eines Bonus-Zertifikats ist. Falls die Barriere während der Laufzeit nie unterschritten wurde, ist die Auszahlung am Ende der Laufzeit in diesem Bereich unabhängig

vom Kurs des Basiswertes. Bei einer Berührung der Barriere während der Laufzeit verliert der Anleger das Anrecht auf die Bonuszahlung sowie auf den bedingten Kapitalschutz und aus dem Outperformance-Bonus-Zertifikat wird ein Outperformance-Zertifikat. Die Auszahlung des Strukturierten Produkts folgt dann der gestrichelten Linie. Im hellen Bereich ist der Kursverlauf des Outperformance-Bonus-Zertifikats identisch zu demjenigen eines Outperformance-Zertifikats, d.h. der Anleger partizipiert überproportional an Kursbewegungen des Basiswertes.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Ähnlich wie das Bonus-Zertifikat eignet sich das Outperformance-Bonus-Zertifikat für Anleger, die mittelfristig investieren wollen, von steigende Kursen des Basiswertes ausgehen, jedoch leichte Kursrückgänge nicht ausschliessen. Zudem muss der Anleger auf die Dividende des Basiswertes verzichten. Die Bonuszahlung und der bedingte Kapitalschutz werden mit dem Kauf einer Down-and-out Put-Option konstruiert. Damit die überproportionale Partizipation, die durch den Kauf einer Call-Option entsteht, erreicht werden kann, muss der Anleger im Vergleich zum herkömmlichen Bonus-Zertifikat eine tiefere Bonuszahlung akzeptieren.<sup>123</sup> Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener von Bonus-Zertifikaten gemäss Abschnitt 3.1.2.

### **Fazit**

Outperformance-Bonus-Zertifikate sind wie Bonus-Zertifikate eine Anlagemöglichkeit, welche durch den bedingten Kapitalschutz ein etwas geringeres Risiko aufweisen als eine Investition in den Basiswert. Dieser Produkttyp hat in der Schweiz – auch aufgrund der komplexen Konstruktion – keine grosse Bedeutung mehr. An der Scoach waren Ende des Jahres 2009 nur noch wenige Outperformance-Bonus-Zertifikate kotiert.

#### **3.1.5 Twin-Win-Zertifikate**

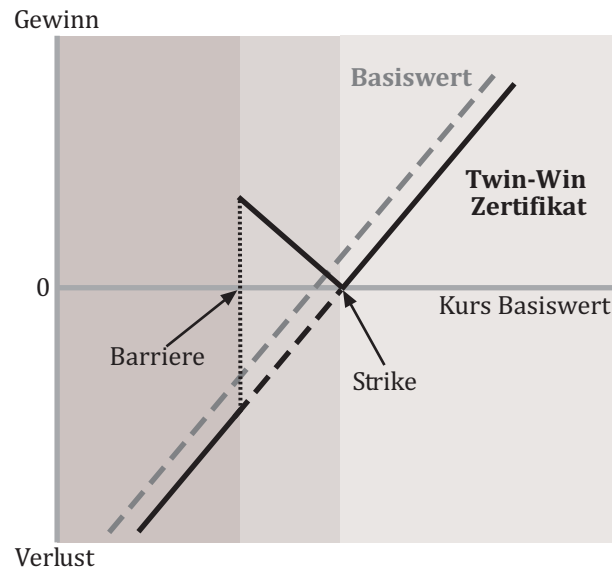
Ein weiterer Produkttyp in der Kategorie der Partizipationsprodukte ist das Twin-Win-Zertifikat, welches eine Variation des Bonus-Zertifikats darstellt. Anstelle der in der Höhe konstanten Bonuszahlung werden beim Twin-Win-Zertifikat Verluste des Basiswertes bis zur Barriere in Gewinne für den Anleger in das Zertifikat gewandelt. Gleich ist beiden Produkten der bedingte Kapi-

---

<sup>123</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 43–45, und Rieger (2009), S. 189.

talschutz, der nur solange besteht, bis der Kurs des Basiswertes während der Laufzeit die Barriere unterschritten hat. Abbildung 19 zeigt, dass sich das Twin-Win-Zertifikat im dunklen Bereich eins zu eins zum Basiswert bewegt.

Abbildung 19: Auszahlungsprofil Twin-Win-Zertifikat



Im mittleren Bereich hingegen verhält sich der Kursverlauf des Zertifikats gegensätzlich zu demjenigen des Basiswertes. Fällt in diesem Abschnitt der Kurs des Basiswertes um 1%, dann gewinnt das Twin-Win-Zertifikat 1% an Wert. Dieser Mechanismus hat dem Zertifikat auch den Namen verliehen. Im hellen Bereich entspricht der Renditeverlauf des Zertifikats demjenigen des Basiswertes. Sollte der Kurs des Basiswertes die Barriere unterschreiten, verfällt der Twin-Win-Mechanismus und das Twin-Win-Zertifikat wird zu einem Tracker-Zertifikat. Die Auszahlung des Strukturierten Produkts folgt dann der gestrichelten Linie. Der Mechanismus wird durch den Dividendenverzicht des Anlegers finanziert und mit dem Kauf zweier Down-and-out Put-Optionen<sup>124</sup> konstruiert.<sup>125</sup>

### Einsatzmöglichkeiten und Eignung

Twin-Win-Zertifikate eignen sich wie auch Bonus-Zertifikate für Anleger, welche einen mittelfristigen Anlagehorizont haben, mit steigenden Kursen des Basiswertes rechnen, jedoch moderate kurzfristige Kursrückgänge nicht ausschließen. Zugunsten eines bedingten Schutzes gegen Verluste verzichten sie auf die

<sup>124</sup>Der Ausübungspreis der Optionen entspricht dem Strike des Produktes. Die Barriere der Optionen liegt unterhalb des Ausübungspreises.

<sup>125</sup>Vgl. Rieger (2009) S. 192, und Blümke (2009) S. 60–61.

Dividendenzahlung aus dem Basiswert. Das Risiko–Rendite–Profil des Zertifikats unterscheidet sich im dunklen sowie im hellen Bereich in Abbildung 19 nicht von demjenigen des Basiswertes. Im mittleren Bereich jedoch verhalten sich die Kursentwicklungen des Basiswertes und des Twin–Win–Zertifikats gegenläufig, was das Gesamtrisiko des Zertifikats im Vergleich zu einer Direktanlage in den Basiswert reduziert. Wie auch das Bonus–Zertifikat zeichnet sich das Twin–Win–Zertifikat durch den bedingten Kapitalschutz aus, der den Investor von allfälligen Verlusten schützt, solange der Kurs des Basiswertes die Barriere nicht unterschreitet. Ebenfalls positiv ist die unbegrenzte Partizipation an steigenden Kursen des Basiswertes. Nachteilig sind, wie auch beim Bonus–Zertifikat, der Verzicht auf Dividendenzahlungen und der nur bedingte Kapitalschutz, der bei starken Kursrückgängen keinen Schutz gegen Verluste bietet.

Zusätzlich wirkt sich der Twin–Win–Mechanismus im Sekundärmarkt während der Laufzeit bei sinkenden Kursen des Basiswertes nicht kursstützend aus, da die Investoren Angst davor haben, dass die Barriere während der Laufzeit durchbrochen wird. Deshalb werden bei sinkenden Kursen des Basiswertes Twin–Win–Zertifikate am Sekundärmarkt ebenfalls mit einem Kursabschlag gehandelt, obwohl das Zertifikat am Ende der Laufzeit auch bei einem leicht sinkenden Kurs des Basiswertes eine positive Rendite erzielen würde.<sup>126</sup> Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener von Bonus–Zertifikaten, welche in Abschnitt 3.1.2 beschrieben wird.

## **Fazit**

Twin–Win–Zertifikate sind eine defensivere Alternative zur Direktanlage in den Basiswert, da das Zertifikat durch den bedingten Kapitalschutz ein geringeres Risiko aufweist. Aufgrund der komplexen Konstruktion und des nicht dem Auszahlungsprofil zum Ende der Laufzeit folgenden Verhaltens der Kurse im Sekundärmarkt eignen sich Twin–Win–Zertifikate jedoch nur für sehr versierte Anleger, die an den Kurssteigerungen des Basiswertes unbegrenzt partizipieren, jedoch gegen kleinere Kursrückgänge geschützt sein wollen und das Zertifikat bis zum Ende der Laufzeit in ihrem Portfolio halten.

---

<sup>126</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 48–49, und Szczesny (2007), S. 155–159.

### 3.1.6 Gesamtfazit Partizipationsprodukte

Diese Kategorie von Strukturierten Produkten stellt eine Alternative zur Direktanlage in den Basiswert dar, der meist aus einem Korb von Wertpapieren (z.B. Aktienbasket) oder einem oder mehreren Indizes besteht. Gemeinsam ist den Partizipationsprodukten, dass sie sowohl an steigenden als auch an fallenden Kursen des Basiswertes partizipieren. Alle Produkttypen dieser Kategorie weisen ein unlimitiertes Upside-Potenzial, aber auch ein unlimitiertes Downside-Risiko ähnlich dem Basiswert oder einem Anlagefonds auf. Durch die Beimischung von Optionen, deren Kauf durch den Verzicht des Anlegers auf die Dividendenausüttungen finanziert wird, können interessante Variationen des symmetrischen Auszahlungsprofils eines Tracker-Zertifikats erreicht werden. Entweder kann das Risiko mittels eines bedingten Kapitalschutzes reduziert oder eine überproportionale Beteiligung an Kursgewinnen des Basiswertes geschaffen werden.

## 3.2 Renditeoptimierungsprodukte

Renditeoptimierungsprodukte sind Strukturierte Produkte, die im Gegensatz zu den Partizipationsprodukten ein konkaves Auszahlungsprofil aufweisen. Diese Produktkategorie zeichnet sich durch ein limitiertes Upside-Potenzial – die Maximalrendite, die schon zu Beginn der Laufzeit des Produktes bekannt ist – und durch ein unlimitiertes Downside-Risiko aus. Bei fallenden Kursen des Basiswertes verliert auch das Renditeoptimierungsprodukt an Wert. Für das Eingehen dieses Risikos bei gleichzeitiger Limitierung des Gewinnpotenzials erhält der Käufer eines Renditeoptimierungsprodukts eine deutlich höhere Rendite als bei einer festverzinslichen Anlage.

Die am häufigsten gehandelten Renditeoptimierungsprodukte stellen eine der beiden folgenden Konstruktionen dar. Als sogenannte Discount-Zertifikate bestehen sie aus einer Anlage im Underlying – typischerweise eine Aktie – sowie der Short-Position<sup>127</sup> in einer Call-Option auf das Underlying, und als sogenannte Reverse Convertibles aus einer Obligation sowie der Short-Position in einer Put-Option auf das Underlying. Eine mögliche Erweiterung bei der Produktgestaltung liegt vor allem im Einsatz von Barrier-Optionen, deren Wirkung erst beim Unter- oder Überschreiten eines im Voraus bestimmten Kurses des

---

<sup>127</sup> Beim Verkauf einer Option (Short-Position) nimmt der Verkäufer die Stillhalterposition ein, d.h. er verkauft dem Optionskäufer das Recht, sich während oder am Ende der Laufzeit zu entscheiden, ob er die Option ausüben will. Für dieses Recht zahlt der Optionskäufer dem Stillhalter eine Prämie. Vgl. Hull (2006), S. 6–7.

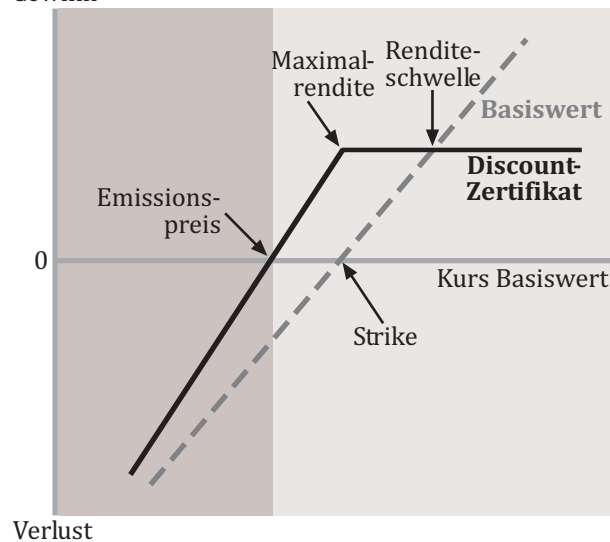
Underlying eintritt.

Als Basiswerte werden im Schweizer Markt vor allem einzelne Aktien oder Aktienkörbe mit drei bis fünf Titeln verwendet. Es sind aber auch Indizes z.B. auf Aktien oder Rohstoffe als Basiswert denkbar. Renditeoptimierungsprodukte eignen sich für Anleger, die von geringen Kursschwankungen des Basiswertes ausgehen. In einer solchen Marktsituation kann mit dem Verkauf der Option und der erhaltenen Optionsprämie eine höhere Rendite erzielt werden als bei der Direktanlage in den Basiswert.<sup>128</sup>

### 3.2.1 Discount-Zertifikate

Das Discount-Zertifikat ist bezüglich der Konstruktion der einfachste Produkttyp in der Kategorie der Renditeoptimierungsprodukte. Der Käufer eines Discount-Zertifikats erwirbt den Basiswert mit einem Abschlag (Discount) im Vergleich zum im Emissionszeitpunkt aktuellen Kurs des Basiswertes. Falls am Ende der Laufzeit der Basiswert unterhalb des Strike schliesst, erhält der Anleger das entsprechende Wertpapier, ansonsten wird ihm ein Betrag in der Höhe des Strike ausbezahlt. Charakteristisch für diese Kategorie ist – wie auch in Abbildung 20 sichtbar – das konkave Auszahlungsprofil, welches durch den Verkauf einer Call-Option entsteht. Das Discount-Zertifikat wird in der Schweiz häufig auf eine einzelne Aktie ausgegeben.

Abbildung 20: Auszahlungsprofil Discount-Zertifikat



<sup>128</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 51.



Im dunklen Bereich bewegt sich das Discount-Zertifikat beinahe parallel zum Basiswert. Falls der Basiswert unterhalb des Emissionspreises des Discount-Zertifikats schliesst, erleidet der Anleger einen Verlust, da er den Basiswert zu einem höheren Preis gekauft hat als dieser am Ende der Laufzeit wert ist. Falls der Basiswert oberhalb des Strike schliesst, erzielt der Anleger unabhängig vom Kurs des Basiswertes die Maximalrendite. Bei einem Schlusskurs des Basiswertes zwischen Emissionspreis und Strike hat sich der Kauf des Discount-Zertifikats im Vergleich zur Direktanlage für einen Anleger gelohnt, da die Rendite des Strukturierten Produkts aufgrund des Discounts höher ausfällt als diejenige des Basiswertes.

Der Emittent kann dem Investor einen Abschlag auf den im Emissionszeitpunkt geltenden Kurs des Basiswertes anbieten, da der Anleger auf die Dividendenzahlungen des Basiswertes verzichtet. Weiter wird die mit dem Verkauf der Call-Option<sup>129</sup> generierte Optionsprämie für die Finanzierung des Discounts verwendet.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Discount-Zertifikate eignen sich für Anleger, die von gering schwankenden Kursen des Basiswertes ausgehen und bereit sind, für eine höhere Rendite ihr Upside-Potenzial ab einer gewissen Schwelle aufzugeben. Zudem muss der Investor das Risiko des Basiswertes tragen können und von dessen Qualität überzeugt sein, da ihm bei einem ungünstigen Kursverlauf der Basiswert geliefert wird. Das Risiko des Discount-Zertifikats entspricht im dunklen Bereich demjenigen des Basiswertes, d.h. der Anleger hat dasselbe Downside-Risiko wie bei einer Direktanlage in den Basiswert. Im hellen Bereich kann der Investor bei Basiswertkursen oberhalb des Strike aufgrund der im Voraus festgelegten Maximalrendite nicht weiter an Kursgewinnen des Basiswertes partizipieren.<sup>130</sup>

Die Konstruktion eines Discount-Zertifikats entspricht einer Covered Call Strategie und in empirischen Studien konnte nachgewiesen werden, dass diese Optionsstrategie im Vergleich zu einer Direktanlage in den Basiswert zu besseren risikoadjustierten Renditekennzahlen führt. Der Anleger erzielt mit der Covered Call Strategie bei geringerer Volatilität eine höhere Rendite als bei einer Anlage in den Basiswert.<sup>131</sup>

---

<sup>129</sup>Die Call-Option weist einen Strike auf, der demjenigen des Discount-Zertifikats entspricht.

<sup>130</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 52–56, und Szczesny (2007), S. 102–110.

<sup>131</sup>Vgl. J. M. Hill, Balasubramanian, Gregory und Tierens (2006), S. 34–39, sowie Behr, Graf

## Einkommenssteuern

Discount-Zertifikate gehören aus steuerrechtlicher Sicht wie auch Barrier Discount-, Capped Outperformance- und Capped Bonus-Zertifikate zu den Reverse Convertibles ohne garantierte Couponzahlungen. Sofern diese Produkttypen im Sinne der eidgenössischen Steuerverwaltung als transparent gelten<sup>132</sup>, werden die Erträge aus der Obligationskomponente steuerlich mit der modifizierten Differenzbesteuerung<sup>133</sup> behandelt. Die Erträge aus der Optionsstrategie sind steuerfreie Kapitalgewinne.<sup>134</sup> Produkte mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr gelten als im Voraus finanzierte, steuerfreie Termingeschäfte. Daher muss bei diesen Produkten auch die Zinskomponente nicht als Einkommen versteuert werden und sämtliche Erträge sind steuerfrei.<sup>135</sup> Diese steuerrechtliche Behandlung führt dazu, dass an der Scoach Ende des Jahres 2009 kein Discount-Zertifikat mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr kotiert war.

## Fazit

Das Discount-Zertifikat ist für Investoren geeignet, die sich eine Anlage in den Basiswert vorstellen können und für den Abschlag zum aktuellen Kurs bereit sind, teilweise auf ihr Upside-Potenzial zu verzichten.<sup>136</sup> Privatanleger, welche keine Möglichkeit haben, eine Short-Position in Optionen einzugehen, können mit dem Kauf von Discount-Zertifikaten eine Covered Call Strategie umsetzen. Langfristig kann ein Anleger mit dieser Optionsstrategie höhere Renditen bei geringerer Volatilität erzielen als bei einer Anlage in den Basiswert.

---

und Güttler (2008), S. 43–48.

<sup>132</sup>Ein Strukturiertes Produkt erfüllt das Kriterium der Transparenz, falls der Emittent den Ertrag des Produktes in eine Optionsprämien- und eine Zinskomponente unterteilt und diese im Termsheet darstellt. Für den Zinsanteil, der für die Einkommenssteuer von Relevanz ist, wird derjenige Zinssatz angewandt, welcher der Laufzeit und der Währung des Produkts sowie der Bonität des Emittenten entspricht. Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4, S. 9–11.

<sup>133</sup>Bei der modifizierten Differenzbesteuerung wird der Wertzuwachs der Obligation besteuert, der während der Haltedauer erzielt wurde. Dieser entspricht der Differenz zwischen dem Bondfloor bei Emission oder Kauf und demjenigen bei Verfall oder Verkauf. Der jeweilige Wert des Bondfloors wird ermittelt, indem die künftigen Cash-flows mit dem geltenden Zinssatz diskontiert werden. Da der Zinssatz während der Laufzeit des Produkts in der Regel nicht konstant bleibt, wird der bei der Emission geltende Diskontierungssatz mit dem aktuellen fünfjährigen Swapsatz adjustiert, um dem veränderten Zinsumfeld Rechnung zu tragen. Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4.1, S. 10.

<sup>134</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.6, S. 11–12.

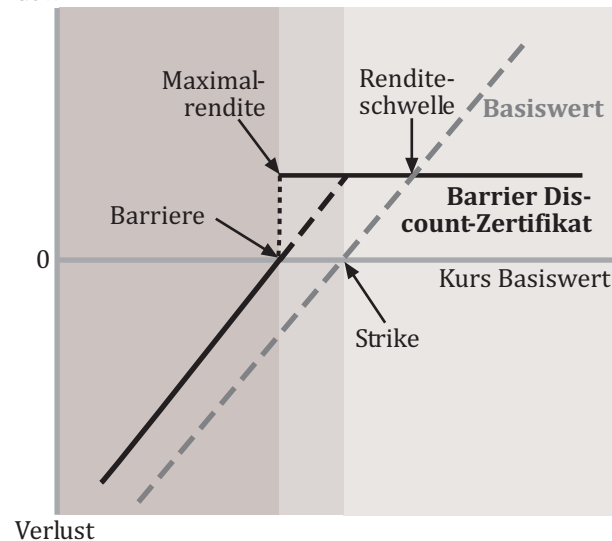
<sup>135</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Anhang III, Ziffer 5a), S. 4.

<sup>136</sup>Vgl. Rieger (2009) S. 194.

### 3.2.2 Barrier Discount–Zertifikate

Das Barrier Discount–Zertifikat ist eine Variation des Discount–Zertifikats, welche zusätzlich mit einem bedingten Kapitalschutz versehen ist. Falls der Kurs des Basiswertes die Barriere während der Laufzeit nie berührt, erzielt der Anleger die im Voraus festgelegte Maximalrendite. Abbildung 21 zeigt den bedingten Kapitalschutz im mittleren Bereich. Beim Unterschreiten der Barriere wird das Barrier Discount–Zertifikat zu einem Discount–Zertifikat und die Auszahlung folgt der gestrichelten Linie. Im dunklen sowie im hellen Bereich verhält sich das Barrier Discount–Zertifikat wie ein Discount–Zertifikat. Im Schweizer Markt wird als Basiswert häufig eine einzelne Aktie oder ein Aktienkorb bestehend aus drei Titeln verwendet. Bei Zertifikaten mit einem Aktienkorb als Underlying zählt für die Ermittlung des Wertes am Ende der Laufzeit in den meisten Fällen derjenige Titel mit der schlechtesten Rendite.<sup>137</sup>

Abbildung 21: Auszahlungsprofil Barrier Discount–Zertifikat



Solange die Barriere nicht berührt wurde, weist das Barrier Discount–Zertifikat im mittleren Bereich einen Vorteil gegenüber dem Discount–Zertifikat auf, da die Maximalrendite auch bei fallenden Kursen des Basiswertes erzielt wird. Das Risiko eines Barrier Discount–Zertifikats ist daher geringer als bei einem herkömmlichen Discount–Zertifikat ohne bedingten Kapitalschutz. Dies führt jedoch dazu,

<sup>137</sup>Diese Konstruktion wird auch Worst-of Barrier Discount–Zertifikat genannt. Für die Darstellung des Auszahlungsprofils wird folgend immer diejenige Aktie als Basiswert verwendet, welche für die Auszahlung relevant ist. Zum Ende der Laufzeit hat der Kurs der anderen sich im Aktienkorb befindlichen Titel keinen Einfluss auf die Auszahlung an den Investor.

dass die Maximalrendite und der Abschlag auf den Aktienpreis kleiner ausfallen werden als beim Discount-Zertifikat, da zur Konstruktion des bedingten Kapitalschutzes eine Down-and-out Put-Option<sup>138</sup> gekauft werden muss.<sup>139</sup> Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener von Discount-Zertifikaten gemäss in Abschnitt 3.2.1.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Barrier Discount-Zertifikate eignen sich für Investoren, die von gering schwankenden Kursen des Basiswertes ausgehen, und die für eine höhere Rendite in dieser Marktsituation bereit sind, ihr Upside-Potenzial ab einer gewissen Schwelle aufzugeben. Zudem muss der Investor das Risiko des Basiswertes tragen können und von dessen Qualität überzeugt sein, da ihm bei einem ungünstigen Kursverlauf der Basiswert geliefert wird.<sup>140</sup>

### **Fazit**

Das Barrier Discount-Zertifikat ist für Investoren geeignet, die auch in Discount-Zertifikate investieren würden. Durch den bedingten Kapitalschutz, welchen sich der Anleger durch den Verzicht auf einen Teil der Maximalrendite erkaufte, wird das Risiko im Vergleich zu einem herkömmlichen Discount-Zertifikat etwas reduziert. Der Anleger muss sich aber bewusst sein, dass der Kapitalschutz bei grossen Kursrückgängen keinen Schutz vor Verlusten bietet, und dass er im schlechtesten Fall sein gesamtes eingesetztes Kapital verlieren kann.

### **3.2.3 Reverse Convertibles**

Dem Discount-Zertifikat sehr ähnlich ist der Reverse Convertible. Anstelle des Discounts erhält der Anleger beim Reverse Convertible einen Coupon, welcher aus einer Zinszahlung und der Prämie aus dem Optionsverkauf zusammengesetzt ist. Der Coupon ist deutlich höher als bei einer herkömmlichen Obligation, da der Anleger in einen Reverse Convertible für das Eingehen eines aktienähnlichen Downside-Risikos entschädigt wird. Abbildung 22 zeigt, dass die Auszahlungsprofile von Reverse Convertible und Discount-Zertifikat beinahe identisch

---

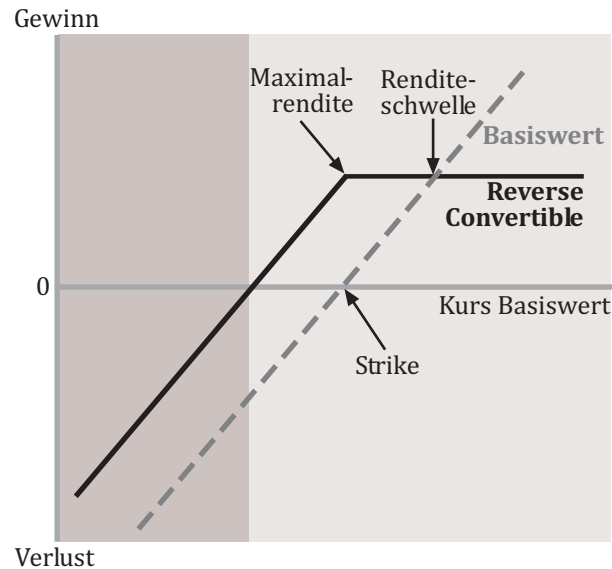
<sup>138</sup>Der Strike der Put-Option entspricht demjenigen des Zertifikats. Die Barriere liegt unterhalb des Strike und ist identisch mit derjenigen des Zertifikats. Durch die Prämie, die beim Kauf der Put-Option bezahlt werden muss, reduziert sich die Maximalrendite.

<sup>139</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 58, und Szczesny (2007), S. 116–117.

<sup>140</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 52–53, Rieger (2009) S. 198, und Szczesny (2007), S. 102–110.

sind. Der einzige Unterschied besteht darin, dass der Wert des Reverse Convertible parallel zum Basiswert verläuft, während der Wertverlauf des Discount-Zertifikats und des Basiswertes gegeneinander laufen und sich bei einem Kurs des Basiswertes von Null schneiden.<sup>141</sup>

Abbildung 22: Auszahlungsprofil Reverse Convertible



Im dunklen Bereich bewegt sich der Reverse Convertible parallel zum Basiswert. Falls der Basiswert mehr an Wert verliert als der Anleger als Coupon ausbezahlt erhält, erleidet der Investor einen Verlust. Wenn der Basiswert oberhalb des Strike schliesst, erzielt der Anleger unabhängig vom Kurs des Basiswertes die Maximalrendite, da er am Ende sein investiertes Kapital plus den Coupon erhält. Der im Vergleich zur Obligation höhere Coupon kann ausbezahlt werden, da der Reverse Convertible sowohl aus einer Obligation als auch aus einer Short-Position in einer Put-Option besteht. Für den Verkäufer mit einer Optionsprämie entschädigt. Im Bereich unterhalb der Renditeschwelle ist der Kauf des Reverse Convertible im Vergleich zur Direktanlage für einen Anleger vorteilhaft, während im hellen Bereich oberhalb der Renditeschwelle die Rendite des Basiswertes höher ist als diejenige des Strukturierten Produkts.<sup>142</sup>

<sup>141</sup>Der Unterschied erklärt sich dadurch, dass der Coupon beim Reverse Convertible in jedem Fall bezahlt wird, auch wenn der Basiswert zum Ende der Laufzeit keinen Wert mehr aufweist. Beim Discount-Zertifikat hingegen verliert der Anleger in diesem Fall das gesamte eingesetzte Vermögen, da er am Ende der Laufzeit die nun wertlose Aktie erhält. Der zu Beginn erhaltene Discount ist nutzlos geworden.

<sup>142</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 56–58, und Szczesny (2007), S.

## Einsatzmöglichkeiten und Eignung

Wie auch Discount-Zertifikate eignen sich Reverse Convertibles für Anleger, die von gering schwankenden Kursen des Basiswertes ausgehen und bereit sind, für den im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen hohen Coupon ihr Upside-Potenzial ab einer gewissen Schwelle (Strike) aufzugeben. Zudem muss der Investor das Risiko des Basiswertes tragen können. Das Risiko des Reverse Convertible entspricht im dunklen Bereich sowie im hellen bis zur Renditeschwelle demjenigen des Basiswertes, d.h. der Anleger hat dasselbe Downside-Risiko wie bei einer Direktanlage in den Basiswert. Im hellen Bereich oberhalb der Renditeschwelle kann der Investor aufgrund der im Voraus festgelegten Maximalrendite nicht weiter an Kursgewinnen des Basiswertes partizipieren.<sup>143</sup>

## Einkommenssteuern

Transparente Reverse Convertibles mit und ohne Barriere gelten aus Sicht der Eidgenössischen Steuerverwaltung als Reverse Convertible mit garantierter Couponzahlung. Wie auch bei den Discount-Zertifikaten mit einer Laufzeit länger als ein Jahr werden die Erträge der Obligationskomponente steuerlich belastet, während Gewinne aus der Optionsstrategie steuerfrei sind. Der Anteil der Couponzahlung, welcher aus der Obligationskomponente stammt, wird jeweils zum Zeitpunkt der Auszahlung des Coupons besteuert.<sup>144</sup> Im Gegensatz zum Discount-Zertifikat hat jedoch die Laufzeit bei einem Reverse Convertible keinen Einfluss auf die Besteuerung des Coupons. Auch bei Produkten mit einer Laufzeit kleiner als ein Jahr muss der Zinsanteil versteuert werden.<sup>145</sup>

## Fazit

Der Reverse Convertible ist für Investoren geeignet, die sich eine Direktinvestition in den Basiswert vorstellen und dessen Risiko tragen können. Obwohl ein Coupon ausgeschüttet wird, stellt das Strukturierte Produkt keinen Ersatz für eine Obligation dar. Aufgrund des unlimitierten Downside-Risikos ist der Reverse Convertible als eine defensive Aktienanlage zu betrachten. Wie auch das Discount-Zertifikat kann der Reverse Convertible von Privatanlegern verwendet werden, um eine Covered Call Strategie zu verfolgen.<sup>146</sup>

---

145–147.

<sup>143</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2007), S. 108–109, und Szczesny (2007), S. 147–148.

<sup>144</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4.1, S. 10.

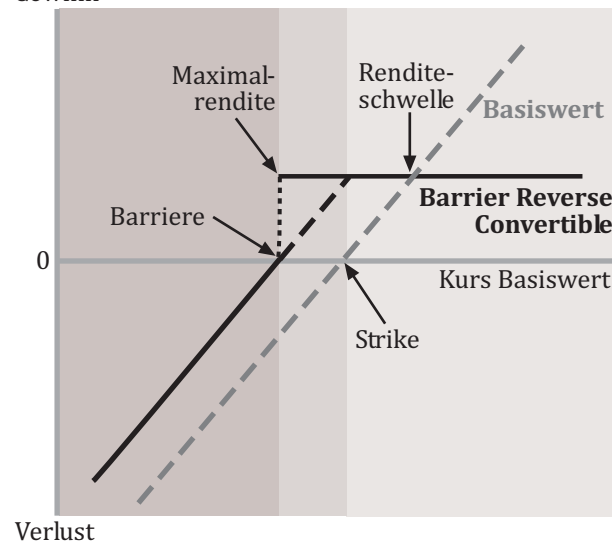
<sup>145</sup>Vgl. Blümke (2009), S. 48–50.

<sup>146</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2007), S. 109.

### 3.2.4 Barrier Reverse Convertibles

Der Barrier Reverse Convertible ist eine Variation eines Reverse Convertible. Das Auszahlungsprofil unterscheidet sich durch den bedingten Kapitalschutz des Barriere-Produktes. Falls der Basiswert die Barriere während der Laufzeit nie durchbricht, erzielt der Anleger am Ende der Laufzeit die Maximalrendite. Abbildung 23 macht den bedingten Kapitalschutz im mittleren Bereich sichtbar. Unterschreitet der Kurs des Basiswertes die Barriere, wird aus dem Barrier Reverse Convertible ein herkömmlicher Reverse Convertible. Das Auszahlungsprofil des Barrier Reverse Convertible folgt dann der gestrichelten Linie.

Abbildung 23: Auszahlungsprofil Barrier Reverse Convertible



Wurde die Barriere während der Laufzeit nie verletzt und schliesst der Basiswert am Ende der Laufzeit zwischen der Barriere und dem Strike, erreicht der Barrier Reverse Convertible eine bessere Rendite als das Produkt ohne bedingten Kapitalschutz, da die Maximalrendite auch bei fallenden Kursen des Basiswertes erreicht wird. Diese Reduktion des Risikos erkaufte sich der Anleger mit einem im Vergleich zu einem Reverse Convertible geringeren Coupon. Zur Konstruktion des bedingten Kapitalschutzes wird anstelle einer Put-Option eine Down-and-in Put-Option<sup>147</sup> verkauft.<sup>148</sup> Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener

<sup>147</sup>Der Strike der Down-and-in Put-Option entspricht demjenigen des Produkts. Die Barriere der Option und des Reverse Convertible sind identisch und liegen unterhalb des Strike. Da die Prämie der Down-and-in Put-Option kleiner als bei der normalen Put-Option ist, reduziert sich der Coupon der Barrier Reverse Convertible.

<sup>148</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 58–60, und Bank Sarasin (2008), S. 107–108.

von Reverse Convertibles gemäss Abschnitt 3.2.3.

### **Multi-Asset Barrier Reverse Convertible**

Häufig wird bei Barrier Reverse Convertible ein Aktienkorb mit mehreren Titeln als Basiswert verwendet und mit einem Worst-of Mechanismus versehen. Dieser Mechanismus bedeutet, dass am Ende der Laufzeit immer derjenige Titel mit der schlechtesten Kursentwicklung zur Ermittlung der Auszahlung herangezogen wird. Wird die Barriere während der Laufzeit berührt und schliesst einer der Titel zum Ende der Laufzeit unterhalb des Strike, wird dem Investor in das Strukturierte Produkt derjenige Titel mit dem grössten Verlust geliefert. Dieses höhere Risiko wird dem Anleger mit einem Coupon entschädigt, der höher ist als bei einem Produkt auf ein einzelnes Wertpapier.

Der Worst-of Mechanismus führt dazu, dass eine tiefe Korrelation<sup>149</sup> zwischen den Titeln für den Anleger negativ ist. Beim Multi-Asset Barrier Reverse Convertible erhöht eine tiefe Korrelation die Chance, dass eine Barriere verletzt wird und somit auch das Risiko des Anlegers. Zur Konstruktion dieser Produkte wird neben der Anlage in eine Obligation eine Worst-of Down-and-in Put-Option verkauft, deren Wert höher ist als derjenige einer vergleichbaren Down-and-in Put-Option.<sup>150</sup>

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Barrier Reverse Convertibles eignen sich für Anleger, welche von wenig schwankenden Kursen des Basiswertes ausgehen und die für eine höhere Rendite in dieser Marktsituation bereit sind, ihr Upside-Potenzial ab einer gewissen Schwelle aufzugeben. Da der Investor bei einem negativen Kursverlauf den Basiswert erhält, muss er das Risiko des Basiswertes tragen können und von dessen Qualität überzeugt sein. Durch die Aufgabe eines Teils der Maximalrendite kann der Anleger mit dem bedingten Kapitalschutz sein Risiko im Vergleich zu einem Reverse Convertible reduzieren.<sup>151</sup>

---

<sup>149</sup>Zur Diversifikation und zur Reduktion des Risikos wird in Wertpapierportfolios versucht, Anlageinstrumente mit einer möglichst tiefen Korrelation zu verwenden. Dadurch kann die Schwankung des Wertes des Portfolios reduziert werden.

<sup>150</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 60–61, und Bank Sarasin (2008), S. 114–116.

<sup>151</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 59–60, Rieger (2009) S. 198, und Szczesny (2007), S. 102–110.



## Fazit

Der Barrier Reverse Convertible ist für Anleger von Interesse, welche auch in einen Reverse Convertible investieren würden. Durch den Verzicht auf einen Teil des Coupons erhält der Investor einen bedingten Kapitalschutz, welcher jedoch bei grossen Kursrückgängen des Basiswertes nicht Bestand hat. Gemeinsam ist allen bisher vorgestellten Renditeoptimierungsprodukten, dass ein Anleger ein Produkt aus dieser Kategorie nur kaufen sollte, falls er sich eine Direktinvestition in den Basiswert vorstellen kann, da er bei einem schlechten Kursverlauf des Basiswertes diesen erhält.

Für Privatanleger ist der Einsatz von Multi Asset Barrier Reverse Convertibles nur bedingt zu empfehlen. Im Gegensatz zu einer tiefen Korrelation von Wertpapieren in einem Portfolio, welche zu einem erwünschten Diversifikationseffekt führt, erhöht bei diesem Produkt eine geringe Korrelation zwischen den einzelnen Basiswerten das Risiko eines Anlegers. Aufgrund dieses dem Portfoliogedanken zuwiderlaufenden Effekts sollte ein Investor ein Produkt mit nur einem Basiswert einem Multi Asset Barrier Reverse Convertible vorziehen.

### 3.2.5 Capped Outperformance-Zertifikate

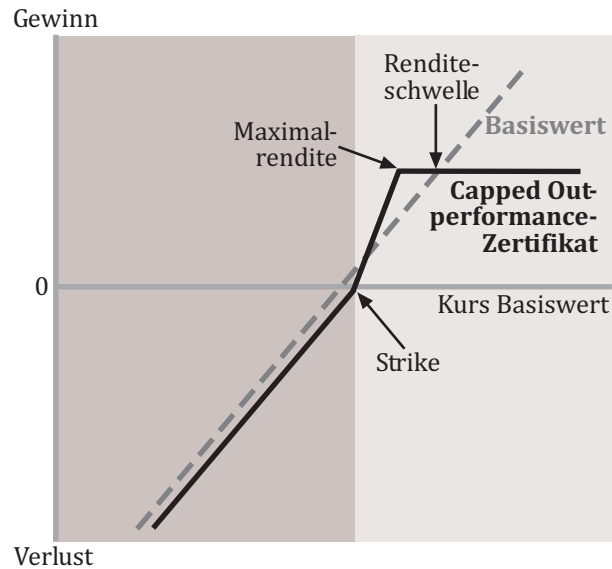
Eine Erweiterung des in Abschnitt 3.1.3 beschriebenen Outperformance-Zertifikats stellt das Capped Outperformance-Zertifikat dar. Das Zertifikat wird jedoch der Gruppe der Renditeoptimierungsprodukte zugeordnet, da das Upside-Potenzial limitiert ist. Wie auch beim Outperformance-Zertifikat erleidet ein Anleger einen Verlust, falls der Basiswert unterhalb des Strike schliesst (dunkler Bereich in Abbildung 24). Zwischen Strike und Maximalrendite verhält sich das Capped Outperformance-Zertifikat gleich wie ein Outperformance-Zertifikat. Das Strukturierte Produkt rentiert aufgrund seiner überproportionalen Partizipation besser als der Basiswert. Unterschiede sind jedoch im hellen Bereich oberhalb der Maximalrendite festzustellen. In diesem Bereich erhält der Investor ins Capped Outperformance-Zertifikat die Maximalrendite, kann jedoch im Gegensatz zum Outperformance-Zertifikat nicht weiter von Kursgewinnen des Basiswertes profitieren.<sup>152</sup>

Für die Konstruktion des Capped Outperformance-Zertifikats wird eine Optionsstrategie angewandt, in welcher Call-Optionen gekauft und verkauft<sup>153</sup> wer-

<sup>152</sup>Vgl. Bank Sarasin (2008), S. 131–133.

<sup>153</sup>Der Strike der gekauften Call-Option und des Strukturierten Produkts entsprechen sich. Der Strike der verkauften Optionen bestimmt die Höhe des Cap und somit die Maximalrendite.

Abbildung 24: Auszahlungsprofil Capped Outperformance-Zertifikat



den. Zur Finanzierung der überproportionalen Partizipation im mittleren Bereich des Auszahlungsprofils muss der Anleger einerseits auf die Dividenden des Basiswertes und andererseits auf die mit dem Verkauf von Call-Optionen generierte Optionsprämie verzichten. Der Verkauf der Call-Optionen führt auch zur Limitierung des Upside-Potenzials.<sup>154</sup>

### Einsatzmöglichkeiten und Eignung

Der Einsatz von Capped Outperformance-Zertifikaten eignet sich für Investoren, die von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, aber nicht mit einem starken Anstieg rechnen. Für eine höhere Partizipation an Kursveränderungen des Basiswertes müssen sie bereit sind, teilweise auf das Upside-Potenzial des Basiswertes sowie auf die Dividende zu verzichten. Zudem darf der Anleger einer Investition in den Basiswert nicht abgeneigt sein, da ihm dieser bei einer negativen Kursentwicklung des Basiswertes geliefert wird.<sup>155</sup> Die steuerliche Behandlung erfolgt analog zu jener von Discount-Zertifikaten (vgl. Abschnitt 3.2.1).

<sup>154</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 63, und Bank Sarasin (2008), S. 131–132.

<sup>155</sup>Vgl. Rieger (2009) S. 204, und Bank Sarasin (2008) S. 132.

## **Fazit**

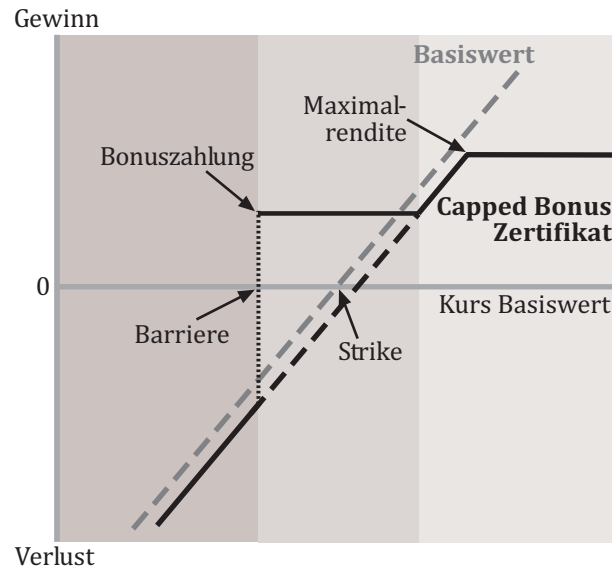
Der Anleger in ein Capped Outperformance-Zertifikat geht davon aus, dass sich der Kurs des Basiswertes moderat erhöhen wird, jedoch ein starker Kursanstieg unwahrscheinlich ist. Diese klare und enge Marktmeinung ist notwendig, da das Produkt nur in einer kleinen Spanne (heller Bereich zwischen Strike und Renditeschwelle in Abbildung 24) eine höhere Rendite als eine Direktinvestition in den Basiswert erzielt. Weiter eignet sich das Zertifikat aufgrund dieser spezifischen Marktmeinung eher als kurzfristiges Anlageinstrument. Dies zeigt sich auch darin, dass Ende des Jahres 2009 über 90% aller an der Scoach kotierten Capped Outperformance-Zertifikate eine Laufzeit von weniger als einem Jahr aufwiesen.

### **3.2.6 Capped Bonus-Zertifikate**

Eine Variation des Bonus-Zertifikats mit einer Maximalrendite ist das Capped Bonus-Zertifikat. Wie auch das Capped Outperformance-Zertifikat wird dieses Strukturierte Produkt aufgrund des limitierten Upside-Potenzials der Kategorie der Renditeoptimierungsprodukte zugeordnet. Der Anleger verzichtet ab einem gewissen Niveau auf Kursgewinne des Basiswertes und erhält dafür eine im Vergleich zu einem Bonus-Zertifikat höhere Bonuszahlung. Das Auszahlungsprofil in Abbildung 25 zeigt, dass sich das Capped Bonus-Zertifikat im dunklen und im mittleren Bereich nicht von einem Bonus-Zertifikat unterscheidet. Falls der Kurs des Basiswertes während der Laufzeit die Barriere nicht unterschreitet, erhält der Anleger am Ende der Laufzeit mindestens den Nominalwert plus die Bonuszahlung ausbezahlt. Im Falle einer Verletzung der Barriere gleicht das Auszahlungsprofil des Capped Bonus-Zertifikats im dunklen und im mittleren Bereich demjenigen eines Tracker-Zertifikats. Der Anleger partizipiert eins zu eins an den Veränderung des Kurses des Basiswertes.

Im hellen Bereich rentiert das Capped Bonus-Zertifikat bis zum Erreichen der Maximalrendite wie ein Bonus-Zertifikat. Wenn jedoch die durch den Verkauf einer Call-Option konstruierte Maximalrendite erreicht wird, kann der Anleger im Gegensatz zu einem Bonus-Zertifikat nicht mehr an Kursgewinnen des Basiswertes teilhaben. Im Vergleich zu einer Investition in den Basiswert schneidet das Capped Bonus-Zertifikat nur im mittleren Bereich besser ab. Sowohl im dunklen als auch im hellen Bereich erzielt der Anleger in das Strukturierte Produkt aufgrund des Verzichts auf die Dividenden sowie des limitierten Upside-Potenzials

Abbildung 25: Auszahlungsprofil Capped Bonus-Zertifikat



eine tiefere Rendite als bei einem Kauf des Basiswertes.<sup>156</sup>

### Einsatzmöglichkeiten und Eignung

Capped Bonus-Zertifikate eignen sich für Anleger mit kurz- oder mittelfristigem Anlagehorizont, die von leicht sinkenden oder steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen. Der Käufer eines Zertifikats muss sich eine Investition in den Basiswert vorstellen können, da ihm dieser bei einer schlechten Kursentwicklung geliefert wird. Im Vergleich zu den eine ähnliche Auszahlungsstruktur aufweisenden Discount-Zertifikaten oder Reverse Convertibles fällt die Maximalrendite beim Capped Bonus-Zertifikat höher aus. Jedoch ist die Bonuszahlung bei diesem Zertifikat nicht garantiert, sondern von der Bedingung abhängig, dass die Barriere während der Laufzeit nie verletzt wurde.<sup>157</sup> Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener von Discount-Zertifikaten (vgl. Abschnitt 3.2.1).

### Fazit

Bei leicht sinkenden oder steigenden Kursen des Basiswertes (mittlerer Bereich in Abbildung 25) versprechen Capped Bonus-Zertifikate durch die Bonuszahlung eine im Vergleich zur Anlage in den Basiswert höhere Rendite, jedoch ist die Zahlung vom Kursverlauf des Basiswertes während der Laufzeit abhängig. Die dem Capped Bonus-Zertifikat zugrundeliegende Anlageidee lässt sich besser

<sup>156</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 63, und Szczesny (2007), S. 137.

<sup>157</sup>Vgl. Rieger (2009) S. 208, und Szczesny (2007), S. 137.

mit einem Discount-Zertifikat oder einem Reverse Convertible abdecken, da bei beiden Strukturierten Produkten der Discount oder der Coupon nicht von der Kursentwicklung während der Laufzeit abhängt.

### 3.2.7 Express-Zertifikate

Die Laufzeit und die Höhe des Coupons des Express-Zertifikats sind im Gegensatz zu den übrigen Renditeoptimierungsprodukten von der Kursentwicklung des Basiswertes während der Laufzeit abhängig. Bei der Emission eines Express-Zertifikats werden Stichtage festgelegt, an denen der Kurs des Basiswertes beobachtet wird. Notiert der Basiswert am Ende des Stichtags unterhalb des Strike, läuft das Express-Zertifikat weiter bis zur nächsten Beobachtung. Falls der Kurs zu einem der Beobachtungszeitpunkte oberhalb des Strike schliesst, verfällt das Zertifikat und dem Anleger wird der Nominalwert zurückbezahlt. Er erhält zudem einen Coupon, dessen Höhe davon abhängig ist, zu welchem Beobachtungszeitpunkt das Express-Zertifikat zur Rückzahlung kommt. Die Auszahlung erhöht sich bei jedem Beobachtungszeitpunkt um einen im Voraus festgelegten Coupon für eine Zeitperiode zwischen zwei Beobachtungen. Wird z.B. das Express-Zertifikat bei der dritten Beobachtung zurückbezahlt, besteht die Rückzahlung aus dem Nominalwert sowie dreimal dem Coupon.

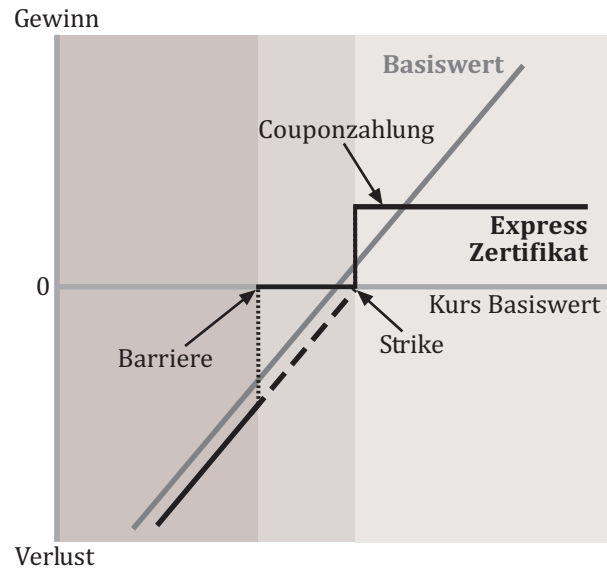
Der Mechanismus des Express-Zertifikats, welcher durch den Verzicht des Anlegers auf die Dividendenzahlungen des Basiswertes finanziert wird, wiederholt sich, bis die maximale Laufzeit des Produktes erreicht ist. Am Ende der maximalen Laufzeit wird nochmals überprüft, ob der Basiswert oberhalb des Strike schliesst. In diesem Fall erhält der Anleger den Nominalwert plus die maximale Couponzahlung<sup>158</sup>. Dies widerspiegelt sich in Abbildung 26 im hellen Bereich. Am Ende der maximalen Laufzeit kommt zudem noch ein bedingter Kapitalschutz zum Tragen. Falls die Barriere während der gesamten Laufzeit des Express-Zertifikats nicht berührt und kein Coupon ausbezahlt wurde (mittlerer Bereich in Abbildung 26), erhält der Anleger sein investiertes Kapital zurück. Wurde die Barriere während der gesamten Laufzeit mindestens einmal verletzt und befindet sich der Kurs des Basiswertes unterhalb des Strike (dunkler Bereich), erleidet der Anleger in das Express-Zertifikat einen Verlust.<sup>159</sup>

---

<sup>158</sup>Die maximale Couponzahlung entspricht der Anzahl Beobachtungszeitpunkte multipliziert mit dem Coupon für eine Zeitperiode.

<sup>159</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlgend (2010), S. 61–63, und Bank Sarasin (2008), S. 135–136.

Abbildung 26: Auszahlungsprofil Express-Zertifikat



### Einsatzmöglichkeiten und Eignung

Express-Zertifikate eignen sich für Investoren, die von konstanten oder leicht ansteigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, geringe Rückgänge jedoch nicht ausschliessen. Der Anleger muss sich zudem eine Investition in den Basiswert vorstellen können, da dieser bei einer Verletzung der Barriere sowie bei einem Schlusskurs des Basiswertes unterhalb des Strike geliefert wird. Wie auch im dunklen Bereich der Abbildung 26 zu sehen ist, entspricht das Downside-Risiko des Strukturierten Produkts bei starken Kursrückgängen demjenigen des Basiswertes. Die Rendite des Zertifikats wird durch den Verzicht auf die Dividendenzahlungen etwas geringer ausfallen als bei einer Direktinvestition in den Basiswert. Ähnlich wie bei einem Barrier Reverse Convertible rentiert das Express-Zertifikat bei leicht fallenden Kursen des Basiswertes (mittlerer Bereich) durch den bedingten Kapitalschutz besser als der Basiswert. Bei stark ansteigenden Kursen schneidet der Basiswert besser ab als das Express-Zertifikat.<sup>160</sup>

### Einkommenssteuern

Im Verständnis der Steuerverwaltung transparente Express-Zertifikate werden nach den Richtlinien für Reverse Convertibles besteuert. Da jedoch bei Express-Zertifikaten im Gegensatz zu Reverse Convertible keine garantierten, sondern nur variable Coupons ausbezahlt werden, unterliegen diese nicht der Einkom-

<sup>160</sup>Vgl. Bank Sarasin (2008), S. 137, Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 63, und Szczesny (2007), S. 153–155.

mensbesteuerung. Der Anleger muss daher gemäss der modifizierten Differenzbesteuerung nur den Wertzuwachs der Obligationskomponente während der Haltedauer des Zertifikats versteuern.<sup>161</sup>

## **Fazit**

Wie bei Renditeoptimierungsprodukten üblich geht der Anleger davon aus, dass sich der Kurs des Basiswertes nur wenig verändern wird. Für den möglichen Coupon und den bedingten Kapitalschutz verzichtet der Anleger im Vergleich zu einer Direktanlage in den Basiswert auf die Dividendenzahlungen sowie auf einen Teil des Upside-Potenzials. Jedoch bietet das Express-Zertifikat im Gegensatz zu anderen Renditeoptimierungsprodukten den Vorteil, dass das Kapital bei steigenden Kursen des Basiswertes vorzeitig zurückbezahlt wird. Dies senkt das Risiko des Anlegers, da sich dadurch hohe Opportunitätskosten vermeiden lassen, welche bei grossen Kursgewinnen des Basiswertes entstehen würden.

### **3.2.8 Gesamtfazit Renditeoptimierungsprodukte**

Renditeoptimierungsprodukte sind zur Optimierung und Ergänzung eines Wertchriftenportfolios geeignet. Diese Produktkategorie stellt eine defensive Alternative zur Direktanlage dar, in welcher das Risiko des Anlegers im Vergleich zu einer Investition in den Basiswert durch den Coupon oder den Discount reduziert wird. Typisch für diese Kategorie sind das durch die Maximalrendite gegebene limitierte Upside-Potenzial sowie das unbeschränkte Downside-Risiko. Ihr Einsatz lohnt sich vor allem in Situationen, in welchen an den Finanzmärkten keine klare Auf- oder Abwärtsbewegung zu erwarten ist. Durch den Verkauf der Option kann in dieser Phase eine zusätzliche Rendite erzielt werden, jedoch ist der Anleger wie bei einer Direktanlage einem erheblichen Verlustpotenzial ausgesetzt.

Für Privatanleger sind diese Produkte häufig die einzige Möglichkeit, eine Short-Position in einer Option einzunehmen und so von einer hohen Volatilität im Markt zu profitieren oder eine Covered Call Strategie zu verfolgen. Jedoch gilt es zu beachten, dass eine hohe Volatilität auch das Risiko des Anlegers erhöht und dass diese Produkte trotz der Auszahlung eines im Voraus fixierten Coupons keinen Ersatz für eine Anlage in Obligationen darstellen, da das Downside-Risiko eines Renditeoptimierungsprodukts beinahe demjenigen des Basiswertes entspricht.

---

<sup>161</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Anhang III, Ziffer 5c, S. 5.

### 3.3 Kapitalschutzprodukte

Kapitalschutzprodukte sind Strukturierte Produkte, welche dem Anleger eine Investition in den Basiswert mit einem Schutz vor Verlusten bei fallenden Kursen ermöglichen. Der Käufer eines Kapitalschutzprodukts hat zudem die Chance, an Kursgewinnen des Basiswertes teilweise oder vollständig zu partizipieren. Kapitalschutzprodukte werden durch das limitierte Downside-Risiko charakterisiert, jedoch muss beachtet werden, dass der Kapitalschutz vom Emittenten des Strukturierten Produkts gewährt wird. Wie auch bei einer Anlage in eine Obligation verliert der Investor in ein Kapitalschutzprodukt sein Kapital, falls der Emittent zahlungsunfähig wird. Das limitierte Downside-Risiko führt dazu, dass Kapitalschutzprodukte aus Sicht der Konstruktion diejenige Produktkategorie mit dem geringsten Risiko sind.

Im Vergleich zu einer in Risiko und Laufzeit vergleichbaren Obligation<sup>162</sup> verzichtet der Käufer eines Kapitalschutzprodukts auf die Verzinsung, welche vom Emittenten für die Konstruktion einer Optionsstrategie verwendet wird. Mittels des Kaufs von Call-Optionen wird die Partizipation an Kursgewinnen des Basiswertes ermöglicht, welcher in der Schweiz häufig ein Aktien- oder Rohstoffindex ist. Im Jahr 2009 ist zudem das einer Wandelanleihe sehr ähnliche Exchangeable-Zertifikat aufgekommen, welchem meist ein einzelner Aktientitel zugrundeliegt.<sup>163</sup>

#### 3.3.1 Kapitalschutz ohne Cap

Das Kapitalschutzprodukt ohne Cap bietet dem Käufer neben dem limitierten Downside-Risiko auch ein unlimitiertes Upside-Potenzial, welches durch den Kauf von Call-Optionen konstruiert und durch den Verzicht des Anlegers auf die Zinsen einer vergleichbaren Obligation finanziert wird. Wenn der Kurs des Basiswertes am Ende der Laufzeit unterhalb des Strike schliesst, so hat er keinen Einfluss auf die Rendite des Strukturierten Produkts ( $\leftrightarrow$  Abbildung 27). Dem Anleger wird der Nominalwert des Produkts multipliziert mit der Höhe des Kapitalschutzes ausbezahlt. Alle Ende des Jahres 2009 an der Scoach kotierten Produkte wiesen einen Kapitalschutz von mindestens 90% auf den Nominalwert auf. Schliesst der Basiswert oberhalb des Strike, partizipiert der Anleger in das Kapitalschutzprodukt an dessen Kursgewinnen. Die Partizipation beträgt meist

---

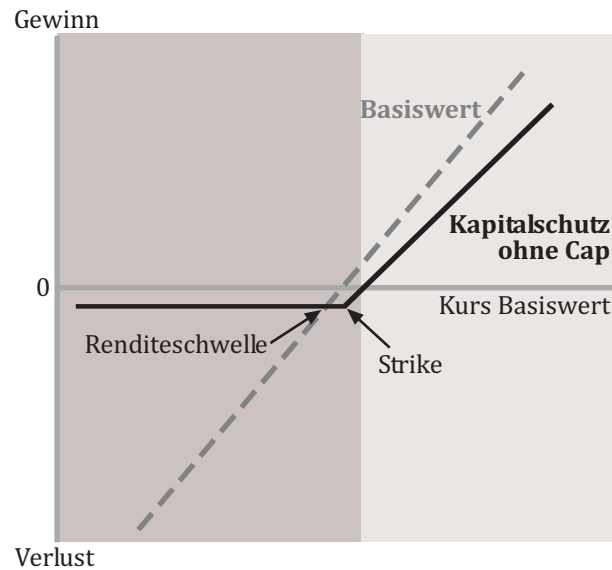
<sup>162</sup>Das Bonitätsrisiko einer solchen Obligation entspricht demjenigen einer vom Emittenten herausgegebenen Obligation.

<sup>163</sup>Vgl. Blümke (2009), S. 34–35.



nicht 100% und daher wächst die Rendite des Strukturierten Produkts nicht parallel zu derjenigen des Basiswertes.

Abbildung 27: Auszahlungsprofil Kapitalschutz ohne Cap



Im dunklen Bereich gemäss Abbildung 27 erleidet der Anleger durch den Verzicht auf die Zinsen, welche er bei einer Obligation erhalten würde, mit dem Kapitalschutzprodukt einen Verlust. Dieser fällt bis zur Renditeschwelle im Vergleich zum Basiswert geringer aus. Im restlichen dunklen Bereich schneidet die Investition in den Basiswert etwas besser ab, da der durch den Zinsverzicht entstandene Verlust zunächst kompensiert werden muss. Im hellen Bereich erzielt der Investor ins Kapitalschutzprodukt eine positive Rendite, welche jedoch aufgrund der meist unter 100% liegenden Partizipationsrate tiefer ausfällt als diejenige des Basiswertes.

Bei Kapitalschutzprodukten mit einem Kapitalschutzniveau von unter 100% gilt es zu beachten, dass der Anleger in das Produkt einen Verlust erleidet, auch wenn der Basiswert am Ende der Laufzeit nicht an Wert verloren hat. Bei Verfall des Strukturierten Produkts erhält der Anleger eine Zahlung in der Höhe des Kapitalschutzniveaus und zudem partizipiert er an der Rendite des Basiswertes. Wenn nun das Kapitalschutzniveau unter 100% liegt und der Basiswert am Ende der Laufzeit auf demselben Stand wie zu Beginn der Laufzeit schliesst, erhält der Investor in das Kapitalschutzprodukt nur die Zahlung in der Höhe des Kapitalschutzniveaus. Da sich der Basiswert nicht positiv entwickelt hat, kann der Anleger auch nicht an dessen Kursgewinnen partizipieren und erleidet

daher einen Verlust, welcher der Differenz zwischen dem investierten Kapital und der Rückzahlung in der Höhe des Kapitalschutzniveaus entspricht. Für ein Produkt mit einem Kapitalschutzniveau von 90% und einer Partizipationsrate von 100% bedeutet dies, dass der Basiswert 10% an Wert gewinnen muss, damit der Anleger in das Strukturierte Produkt kein Geld verliert. Für nach Sicherheit strebende Anleger empfiehlt es sich daher, nur Produkte mit einem Kapitalschutzniveau von 100% zu erwerben.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Kapitalschutzprodukte ohne Cap eignen sich für Anleger, welche von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, jedoch starke Kursrückgänge nicht ausschliessen. Für den Kapitalschutz sind sie bereit, auf die Zinsen, welche sie bei einer Investition in eine Obligation erhalten würden, sowie auf eine 100%-Partizipation an Kursgewinnen des Basiswertes zu verzichten. Zu beachten ist zudem, dass sich der Kapitalschutz nur auf den Nominalwert und nicht auf den Kaufpreis des Produkts bezieht und dass er nur zum Ende der Laufzeit garantiert ist. Während der Laufzeit des Produkts kann der Kurs eines Kapitalschutzprodukts daher deutlich unterhalb des Kapitalschutzniveaus notieren.

Dieser Produkttyp ist ein etwas risikoreicherer Ersatz für eine Obligation und sollte nur zum Einsatz kommen, falls der Anleger von steigenden Kursen des Basiswertes ausgeht, seinen maximalen Verlust aber begrenzen will. In Marktszenarien mit fallenden oder kaum schwankenden Kursen nützt dem Anleger das Upside-Potenzial zu wenig, um den Verzicht auf die Zinsen lohnenswert zu machen. In solchen Fällen ist die Anlage in ein festverzinsliches Wertpapier vorzuziehen.<sup>164</sup>

### **Einkommenssteuern**

Nachfolgende Ausführungen zur steuerlichen Behandlung gelten nur für aus steuerlicher Sicht transparente Produkte.<sup>165</sup> Da bei einem Kapitalschutzprodukt ohne Cap keine Couponzahlungen erfolgen, gilt die Obligationskomponente als einmal verzinslich und somit wird nach der modifizierten Differenzbesteue-

---

<sup>164</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 68–71, und Rieger (2009), S. 209.

<sup>165</sup>Ein Strukturiertes Produkt erfüllt das Kriterium der Transparenz, falls der Emittent den Ertrag des Produkts in eine Optionsprämien- und eine Zinskomponente unterteilt und diese im Termsheet darstellt. Für den Zinsanteil, der für die Einkommenssteuer von Relevanz ist, wird derjenige Zinssatz angewandt, welcher der Laufzeit und der Währung des Produkts sowie der Bonität des Emittenten entspricht. Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4, S. 9–11.

rung verfahren.<sup>166</sup> Daher wird nur der Wertzuwachs der Obligationskomponente während der Haltedauer besteuert.<sup>167</sup> Im Gegensatz zu Discount-Zertifikaten existiert bei Kapitalschutzprodukten jedoch keine Steuerfreiheit von Erträgen, falls die Laufzeit des Produkts kleiner ist als ein Jahr.<sup>168</sup> Diese steuerrechtliche Betrachtungsweise gilt auch für Kapitalschutzprodukte mit Cap oder mit Knock-Out.

## Fazit

Ein Kapitalschutzprodukt ohne Cap ist für Anleger mit einem mittel- oder langfristigen Anlagehorizont geeignet, die anstelle eines festverzinslichen Wertpapiers ein Anlageinstrument mit etwas mehr Risiko ins Portfolio aufnehmen wollen und von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen. Ausserdem kann ein Kapitalschutzprodukt den Einstieg in einen Markt erleichtern, in welchem der Anleger noch keine Erfahrungen gemacht hat und er daher Mühe hat, das eingegangene Risiko einzuschätzen. Für den Kapitalschutz, der bei stark sinkenden Kursen des Basiswertes zum Tragen kommt, muss der Anleger auf die Zinsen bei einer in Risiko und Laufzeit vergleichbaren Obligation verzichten. Zudem kann er bei den meisten kotierten Produkten nicht eins zu eins an den steigenden Kursen des Basiswertes partizipieren.<sup>169</sup>

### 3.3.2 Exchangeable-Zertifikate

Das Exchangeable-Zertifikat und das Kapitalschutzprodukt ohne Cap sind sich sowohl in der Funktionsweise als auch bei den Einsatzmöglichkeiten sehr ähnlich. Daher wird auf eine ausführliche Beschreibung der Exchangeable-Zertifikate verzichtet und es werden nur die Unterschiede erläutert. Die grösste Differenz wird aus Abbildung 28 ersichtlich. Während beim Kapitalschutzprodukt ohne Cap der Strike dem zum Zeitpunkt der Ausgabe aktuellen Kurs des Basiswertes ( $\leftrightarrow$ Abbildung 27) entspricht, liegt der Strike beim Exchangeable-Zertifikat wie

---

<sup>166</sup>Bei der modifizierten Differenzbesteuerung wird der Wertzuwachs der Obligation besteuert, der während der Haltedauer erzielt wurde. Dieser entspricht der Differenz zwischen dem Bondfloor bei Emission oder Kauf und demjenigen bei Verfall oder Verkauf. Der jeweilige Wert des Bondfloors wird ermittelt, indem die künftigen Cash-flows mit dem geltenden Zinssatz diskontiert werden. Da der Zinssatz während der Laufzeit des Produkts in der Regel nicht konstant bleibt, wird der bei der Emission geltende Diskontierungssatz mit dem aktuellen fünfjährigen Swapsatz adjustiert, um dem veränderten Zinsumfeld Rechnung zu tragen. Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4.1, S. 10.

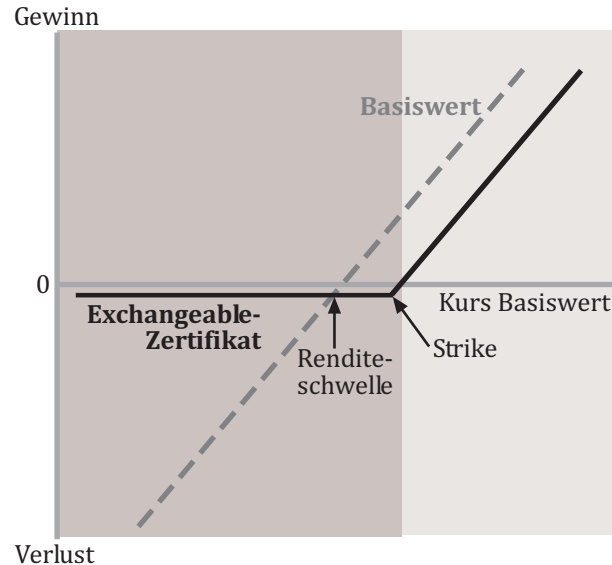
<sup>167</sup>Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.1, S. 7, sowie Ziffer 3.4.1, S. 10.

<sup>168</sup>Vgl. Jaeger und Weber (2007), S. 884.

<sup>169</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 71–72, und Rieger (2009), S. 194.

bei einer Wandelanleihe oberhalb des Kurses des Basiswertes zum Emissionszeitpunkt. Der Käufer eines Exchangeable-Zertifikats profitiert im Gegensatz zum Kapitalschutzprodukt ohne Cap nicht von anfänglichen Kursgewinnen des Basiswertes. Erst wenn der Kurs des Basiswertes den Strike überschreitet, partizipiert auch der Anleger ins Exchangeable-Zertifikat an steigenden Kursen.

Abbildung 28: Auszahlungsprofil Exchangeable-Zertifikat



Da die für die Konstruktion des Exchangeable-Zertifikats verwendete Call-Option durch den höheren Strike günstiger ist als diejenige beim Kapitalschutzprodukt ohne Cap, kann beim Exchangeable-Zertifikat das Kapitalschutzniveau angehoben, die Partizipation erhöht oder sogar ein kleiner Coupon ausbezahlt werden. An der Scoach kotierte Zertifikate weisen alle einen Kapitalschutz von 100% auf, während dies nur bei gut der Hälfte aller kotierten Kapitalschutzprodukte ohne Cap der Fall ist. Zudem partizipiert der Anleger ins Exchangeable-Zertifikat oberhalb des Strike eins zu eins an Kursbewegungen des Basiswertes.

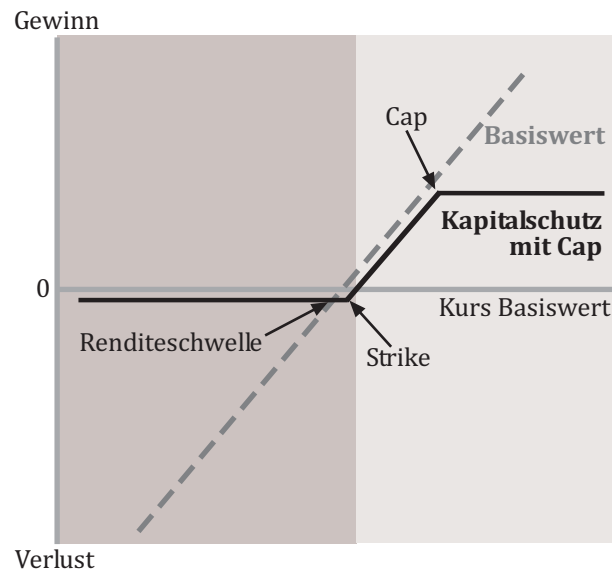
### 3.3.3 Kapitalschutz mit Cap

Im Gegensatz zu einem Kapitalschutzprodukt ohne Cap weist das Produkt mit Cap wie Renditeoptimierungsprodukte ein limitiertes Upside-Potenzial auf, welches durch den Verkauf einer Call-Option entsteht. Falls der Basiswert zum Ende der Laufzeit unterhalb des Strike liegt, ist die Auszahlung unabhängig von dessen Kurs und der Anleger erhält eine Zahlung in der Höhe des Kapitalschutzniveaus ( $\hookrightarrow$ Abbildung 29). Schliesst der Basiswert oberhalb des Cap, erzielt der

Anleger die wie bei Renditeoptimierungsprodukten im Voraus festgelegte Maximalrendite. Zwischen Strike und Cap verhält sich das Kapitalschutzprodukt wie eine Direktinvestition in den Basiswert.

Der Investor in das Strukturierte Produkt verzichtet für den Kapitalschutz und die begrenzte Partizipation an Kursgewinnen des Basiswertes wiederum auf die Zinsen, die er bei einer Anlage in eine vergleichbare Obligation erhalten würde, sowie auf die Optionsprämie, welche mit dem Verkauf der Call-Option erzielt wird. Während beim Exchangeable-Zertifikat mit der Wahl eines höheren Strike das Kapitalschutzniveau oder die Partizipationsrate im Vergleich zu einem Kapitalschutzprodukt ohne Cap erhöht werden kann, wird dies beim Kapitalschutzprodukt mit Cap durch den Verkauf der Call-Option erreicht.<sup>170</sup>

Abbildung 29: Auszahlungsprofil Kapitalschutz mit Cap



Im dunklen Bereich erleidet der Anleger durch die entgangenen Zinsen (Opportunitätskosten) mit dem Kapitalschutzprodukt einen Verlust. Dieser fällt bis zu der in Abbildung 29 sichtbaren Renditeschwelle im Vergleich zum Basiswert geringer aus. Im dunklen Bereich oberhalb der Renditeschwelle schneidet der Basiswert besser ab, da der durch die Opportunitätskosten entstandene Verlust beim Strukturierten Produkt zunächst ausgeglichen werden muss. Im hellen Bereich bis zum Cap erzielt der Investor ins Kapitalschutzprodukt eine positive Rendite, welche jedoch tiefer als diejenige des Basiswertes ausfällt. Oberhalb des Cap erhält der Anleger ins Strukturierte Produkt die Maximalrendite und

<sup>170</sup>Vgl. Blümke (2009), S. 37.

kann nicht weiter an steigenden Kursen des Basiswertes teilhaben.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Wie auch Kapitalschutzprodukte ohne Cap eignen sich Produkte mit Cap für Investoren, die von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, jedoch aufgrund der unsicheren Marktsituation Kursrückgänge nicht ausschliessen. Da sie jedoch nicht wie beim Kapitalschutzprodukt ohne Cap nur auf entgangene Zinsen sondern auch auf einen Teil des Upside-Potenzials verzichten, stehen zusätzliche Mittel für den Kauf der Call-Option zur Verfügung. Dadurch lässt sich das Kapitalschutzniveau oder die Partizipationsrate erhöhen, was im ersten Fall zu einem reduzierten Risiko für den Anleger führt. Daher eignen sich Kapitalschutzprodukte mit Cap noch besser als Ersatz für Obligationen als diejenigen ohne Cap. Auch für Kapitalschutzprodukte mit Cap gilt, dass der Kurs während der Laufzeit deutlich unterhalb des Kapitalschutzniveaus notieren kann.<sup>171</sup> Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener von Kapitalschutzprodukten ohne Cap gemäss Abschnitt 3.3.1.

### **Fazit**

Ein Kapitalschutzprodukt mit Cap ist für Anleger geeignet, die als Ersatz für eine Obligation ein Anlageinstrument mit etwas grösseren Renditechancen kaufen wollen und leicht steigende Kurse des Basiswertes erwarten. Zudem muss der Anleger bereit sein, für den Kapitalschutz auf die Zinsen einer vergleichbaren Obligation sowie auf einen Teil des Upside-Potenzials zu verzichten.<sup>172</sup>

### **3.3.4 Kapitalschutz mit Knock-Out**

Ein Kapitalschutzprodukt mit Knock-Out hat wie das Kapitalschutzprodukt mit Cap sowohl ein limitiertes Downside-Risiko als auch ein limitiertes Upside-Potenzial. Liegt der Kurs des Basiswertes am Ende der Laufzeit unterhalb des Strike, erhält der Anleger wie bei allen Kapitalschutzprodukten eine Auszahlung in der Höhe des Kapitalschutzniveaus ( $\leftrightarrow$  Abbildung 30). Falls der Schlusskurs des Basiswertes zwischen dem Strike und der Barriere liegt und die Barriere während der Laufzeit nie berührt wurde, partizipiert der Investor ins Strukturierte Produkt eins zu eins an steigenden Kursen des Basiswertes. Wird die Barriere jedoch während der Laufzeit mindestens einmal durchbrochen, wird aus dem

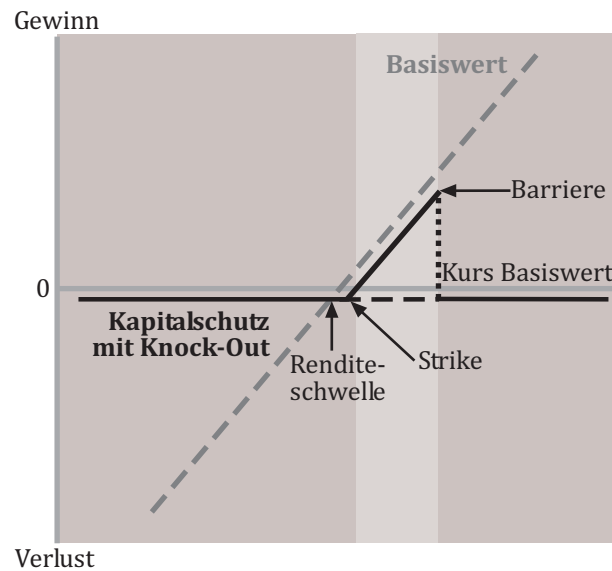
---

<sup>171</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 73–74.

<sup>172</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 71–72, und Rieger (2009), S. 194.

Kapitalschutzprodukt mit Knock-Out eine Obligation, welche keinen Coupon ausschüttet und am Ende der Laufzeit zum Kapitalschutzniveau zurückbezahlt wird. Der Wert des Produkts folgt dann im hellen Bereich der gestrichelten Linie. Die beim Kapitalschutzprodukt mit Knock-Out verwendete Optionsstrategie ist günstiger als diejenige beim Produkt mit oder ohne Cap.<sup>173</sup> Daher kann dem Anleger im Vergleich zu Produkten mit oder ohne Cap eine höhere Partizipationsrate, ein höheres Kapitalschutzniveau oder eine Couponzahlung angeboten werden.<sup>174</sup>

Abbildung 30: Auszahlungsprofil Kapitalschutz mit Knock-Out



In den dunklen Bereichen in Abbildung 30 erleidet der Anleger einen Verlust, da er für die Finanzierung der Optionsstrategie auf die Zinsen einer in Risiko und Laufzeit vergleichbaren Obligation verzichtet. Während der Investor ins Strukturierte Produkt im linken dunkeln Bereich bis zur Renditeschwelle durch den Kapitalschutz besser abschneidet als bei einer Direktinvestition in den Basiswert, hat er im rechten dunklen Bereich hohe Opportunitätskosten, da er nicht an steigenden Kursen des Basiswertes teilhaben kann. Im mittleren Bereich ist die Rendite des Kapitalschutzprodukts davon abhängig, ob die Barriere während der Laufzeit überschritten wurde oder nicht. Falls die Barriere durchbrochen wurde, erleidet der Anleger wie in den dunklen Bereichen einen durch

<sup>173</sup>Für die Konstruktion des Knock-Out wird eine Up-and-Out Call-Option erworben. Die Höhe des Strike und der Barriere sind beim Strukturierten Produkt sowie der Option identisch.

<sup>174</sup>Vgl. Blümke (2009), S. 38-39.

den Verzicht auf die Zinsen verursachten Verlust. Bei einer unverletzten Barriere erzielt der Anleger im mittleren Bereich eine positive Rendite.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Kapitalschutzprodukte mit Knock-Out eignen sich für Investoren, die von moderat steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, sich jedoch gegen Kursrückgänge absichern wollen. Im Vergleich zu Kapitalschutzprodukten mit oder ohne Cap ist dasjenige mit Knock-Out bezüglich der Höhe des Kapitalschutzniveaus oder der Partizipationsrate vorteilhaft. Jedoch ist der Bereich, in welchem der Anleger eine positive Rendite erzielt, klein, da bei grossen Kursgewinnen die Barriere durchbrochen wird und somit das Produkt einer Obligation ohne Coupon gleicht.<sup>175</sup> Der Kursverlauf während der Laufzeit ist zudem bei diesem Produkttyp für einen Anleger schwer verständlich. Die Gefahr einer Verletzung der Barriere führt dazu, dass sich der Börsenkurs des Strukturierten Produkts kaum bewegt und der Anleger während der Laufzeit kaum an steigenden Kursen des Basiswertes partizipieren kann.<sup>176</sup> Die steuerliche Belastung erfolgt analog zu jener von Kapitalschutzprodukten ohne Cap gemäss Abschnitt 3.3.1.

### **Fazit**

Wie alle Kapitalschutzprodukte ist auch das Produkt mit Knock-Out ein Ersatz für ein festverzinsliches Wertpapier. Die Barrieren-Funktion führt jedoch im Vergleich zu einem Kapitalschutzprodukt ohne Knock-Out zu einer kleineren Wahrscheinlichkeit, dass eine positive Rendite erzielt werden kann sowie zu einem wenig intuitiv verständlichen Kursverlauf des Strukturierten Produkts während der Laufzeit. Daher eignet sich dieser Produkttyp nur für Privatanleger, die das Produkt bis zum Ende der Laufzeit halten wollen und von moderat steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen. Aufgrund des Knock-out-Mechanismus sollte ein Anleger ein Kapitalschutzprodukt mit oder ohne Cap einem Produkt mit Knock-out vorziehen.

### **3.3.5 Kapitalschutz mit Coupon**

Kapitalschutzprodukte mit Coupon haben wie alle anderen Produkttypen dieser Kategorie ein limitiertes Downside-Risiko. Die Partizipation an steigenden Kursen des Basiswertes erfolgt hingegen nicht linear wie bei den andern Kapi-

---

<sup>175</sup>Vgl. Bank Sarasin (2008), S. 83–84.

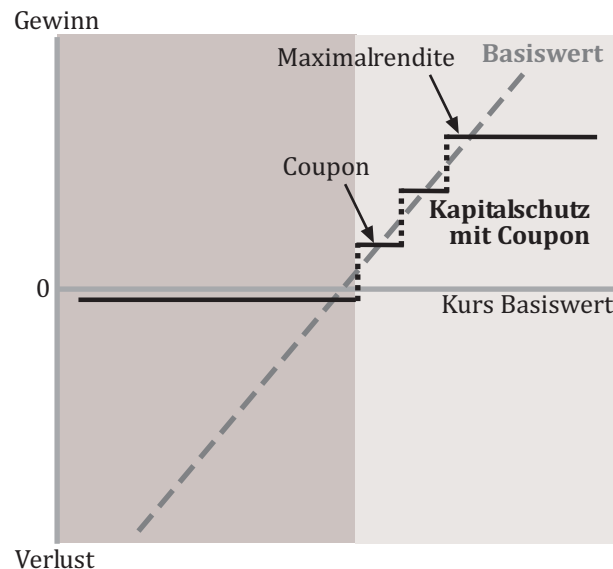
<sup>176</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 76.



talschutzprodukten, sondern über die Auszahlung eines Coupons, dessen Höhe abhängig von der Entwicklung des Basiswertes ist. Da im Schweizer Markt häufig ein Aktienkorb mit zwanzig oder mehr Titeln als Basiswert zur Anwendung kommt, wird folgend von solchen Produkten ausgegangen.

Der Anleger erhält zum Ende der Laufzeit des Produkts eine Zahlung in der Höhe des Kapitalschutzniveaus, welches in der Schweiz bei den meisten Produkten 100% des Nominalwerts beträgt. Der jährliche Coupon wird ermittelt, indem an einem im Voraus festgelegten Zeitpunkt die durchschnittliche Rendite aller Titel im Aktienkorb bestimmt wird. Bei einer Rendite von kleiner als Null wird kein Coupon ausbezahlt, ansonsten erhält der Anleger einen Coupon in der Höhe der Durchschnittsrendite. Pro Titel wird im Voraus jedoch eine maximale Rendite festgelegt, welche in die Berechnung einfließt, falls der jeweilige Titel eine höhere Rendite als diese Maximalrendite erzielt. Hingegen sind bei den meisten Produkten negative Renditen der einzelnen Titel nicht begrenzt. Dies führt dazu, dass das Produkt nur eine über der marktgerechten Verzinsung für Obligationen liegende Rendite aufweist, falls alle Titel zum Beobachtungszeitpunkt über dieser Maximalrendite schliessen. Für die Konstruktion dieses Mechanismus muss der Investor ins Strukturierte Produkt auf die Zinsen einer in Laufzeit und Risiko vergleichbaren Obligation verzichten.

Abbildung 31: Auszahlungsprofil Kapitalschutz mit Coupon



Der Anleger erleidet einen Verlust, falls der ausbezahlte Coupon geringer ist als die marktübliche Verzinsung einer vergleichbaren Obligation. Durch den Kapi-

talschutz schneidet er jedoch im dunklen Bereich im Vergleich zu einer Anlage in die Basiswerte besser ab. Im hellen Bereich erzielt der Investor ins Kapitalschutzprodukt einen Gewinn, der aber durch die Maximalrendite gegen oben beschränkt ist.

### **Einsatzmöglichkeiten und Eignung**

Kapitalschutzprodukte mit Coupon eignen sich, wie alle Produkte mit einem Kapitalschutzniveau von 100%, als Ersatz für Obligationen. Der Anleger geht davon aus, dass die Titel des Aktienkorbes leicht steigen werden, jedoch kann er einen Kursrückgang aller zugrundeliegender Titel nicht ausschliessen. Für den Kapitalschutz und den allfälligen Coupon ist er bereit, auf die Zinszahlungen einer vergleichbaren Obligation zu verzichten. Ein Kritikpunkt an diesem Produkttyp ist der zugrundeliegende Aktienkorb, welcher meist sehr breit gestreut ist und Aktientitel aus der ganzen Welt beinhaltet. Er lässt den Anleger vermuten, dass er durch die hohe Diversifikation und die tiefe Korrelation der einzelnen Titel ein geringes Risiko eingeht. Bei diesem Produkt ist jedoch die tiefe Korrelation für den Anleger nachteilig, da sich die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass einige Titel eine negative Rendite erzielen und so den maximalen Coupon reduzieren. Aufgrund der Komplexität, des limitierten Upside-Potenzials sowie der kontraintuitiven Funktion der Korrelation ist das Kapitalschutzprodukt mit Coupon nur versierten Anlegern zu empfehlen.

### **Einkommenssteuern**

Wenn das Kapitalschutzprodukt aus Sicht der Steuerbehörde als transparent eingestuft wird, muss der aus der Obligationskomponente stammende Anteil des Coupons als Einkommen versteuert werden. Der Rest der Couponzahlung, welcher aus der Optionsstrategie resultiert, gilt als steuerfreier Kapitalgewinn.<sup>177</sup> Der nicht ausgeschüttete Teil der Obligationskomponente muss ebenfalls versteuert werden. Gilt das Produkt als überwiegend einmal verzinslich<sup>178</sup>, kommt die modifizierte Differenzbesteuerung zur Anwendung. Der während der Halteperiode anfallende Wertzuwachs der Obligationskomponente wird von der Einkommenssteuer erfasst.<sup>179</sup>

---

<sup>177</sup> Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.4.1, S. 10.

<sup>178</sup> Einen periodischen Coupon ausschüttende Produkte gelten als überwiegend einmal verzinslich, falls die Couponrendite des Produkts tiefer ist als die Hälfte der Gesamtrendite des Produkts und somit eine Minderheit der Ausschüttungen über die Laufzeit verteilt erfolgt. Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 2.1.4, S. 4.

<sup>179</sup> Vgl. Eidgenössische Steuerverwaltung (2007), Ziffer 3.1, S. 7–8.

## **Fazit**

Auch Kapitalschutzprodukte mit Coupon stellen einen Ersatz für eine festverzinsliche Anlage dar. Produkte mit einem in der Schweiz häufig genutzten Aktienkorb als Basiswert geben dem Anleger das Gefühl, dass er gut diversifiziert sei und somit sein Risiko reduzieren kann. Eine tiefe Korrelation zwischen den Titeln im Aktienkorb ist für den Anleger in ein Kapitalschutzprodukt mit Coupon jedoch unvorteilhaft, da die maximale Rendite kaum erreicht werden kann und der Coupon durch negative Renditen einzelner Titel reduziert wird. Aufgrund des komplexen Mechanismus sollte ein privater Anleger ein Kapitalschutzprodukt mit oder ohne Cap einem Produkt mit Coupon vorziehen.

### **3.3.6 Gesamtfazit Kapitalschutzprodukte**

Kapitalschutzprodukte können als Ersatz für ein festverzinsliches Anlageinstrument dienen, wobei das Risiko des Strukturierten Produkts grösser ist als dasjenige einer in Laufzeit und Risiko vergleichbaren Obligation. Der Anleger verzichtet zugunsten einer gewissen Partizipation am Basiswert auf das sichere Einkommen, den Zins der Obligation. Der Einsatz von Kapitalschutzprodukten lohnt sich für Anleger, die von steigenden Kursen des Basiswertes ausgehen, sich jedoch gegen Kursrückgänge absichern wollen. Charakteristisch für diese Kategorie ist das durch den Kapitalschutz gegebene limitierte Downside-Risiko, wobei beachtet werden muss, dass der Kapitalschutz durch den Emittenten garantiert wird. Bei einem Ausfall des Emittenten des Strukturierten Produkts verliert der Anleger daher unter Umständen sein gesamtes eingesetztes Kapital.



## 4 Strukturierte Produkte im Kontext der Finance-Theorien

Aus Sicht der Finance-Theorien ist der Nutzen von Strukturierten Produkten für einen Anleger umstritten. So lässt sich argumentieren, dass Strukturierte Produkte nur eine Kombination von Finanzinstrumenten darstellen, welche bereits auf dem Finanzmarkt gehandelt werden können. Wenn davon ausgegangen wird, dass jeder Investor alle Finanzinstrumente kaufen und verkaufen kann, können Strukturierte Produkte somit keinen Mehrwert für einen Anleger schaffen.<sup>180</sup> Jedoch zeigt der in Strukturierte Produkte investierte Anteil an Anlagen in Wertpapieren von knapp 6%, dass Anleger in der Schweiz diese Produkte nachgefragt und ihnen einen Nutzen zuschreiben.

Die klassische durch die Modern Portfolio Theory (MPT) und das Capital Asset Pricing Model (CAPM) geprägte Finance-Theorie sowie die jüngere Behavioral Finance werden genutzt, um Erklärungsansätze für die Existenz von Strukturierten Produkten zu geben. Die auf der Unvollkommenheit der Informationsverarbeitung von Individuen beruhende Behavioral Finance kann das aus Sicht der neoklassischen Theorie irrationale Verhalten von Finanzmarktteilnehmern teilweise erklären. In Kapitel 4 wird auf beide Theorie-Konzepte mit den zentralen Aussagen eingegangen werden und deren Stärken, Schwächen und Einschränkungen beleuchtet. Daraus werden nachfolgend für die repräsentative Umfrage sowohl aus der neoklassischen Theorie als auch aus der Behavioral Finance Fragestellungen abgeleitet.

### 4.1 Grundlagen der neoklassischen Finance-Theorie

Zunächst wird die neoklassische Theorie betrachtet, deren Grundlage die Erwartungsnutzen-Theorie von John von Neumann und Oskar Morgenstern<sup>181</sup> ist. Es wird gezeigt, dass es in der ursprünglichen neoklassischen Theorie auch wegen restriktiver Annahmen – wie die Existenz von vollkommenen und vollständigen Märkten oder die Gültigkeit der Erwartungsnutzen-Theorie – keine Erklärung für den Kauf von Strukturierten Produkten gibt.

---

<sup>180</sup>Vgl. Hens und Rieger (2009), S. 2.

<sup>181</sup>Die beiden Mathematiker beschreiben in ihrem 1944 zum ersten Mal erschienen Buch *Spielsituationen*, die helfen sollen, Lösungsansätze für ökonomische wie auch soziologische Probleme zu erarbeiten. Darin beschreiben sie in Kapitel 3, weshalb Nutzen messbar ist und welchen Gesetzmässigkeiten die Nutzenpräferenzen eines Individuums folgen. Vgl. Neumann und Morgenstern (1953), S. 15–29.

#### 4.1.1 Erwartungsnutzen–Theorie und rationale Investoren

Die Erwartungsnutzen–Theorie erklärt, wie Menschen Entscheidungen in mit Unsicherheit behafteten Situationen treffen, und sie legt damit die Grundlagen für die wichtigsten Bewertungsverfahren in der Finance–Theorie. Der erwartete Nutzen wird aufgrund der individuellen Nutzenfunktion maximiert. Zunächst wird jedem möglichen Ereignis<sup>182</sup> einer Entscheidung eine Auszahlung zugunsten des Entscheidungsträgers sowie eine Eintrittswahrscheinlichkeit zugeordnet. Anschliessend wird diejenige Entscheidung getroffen, welche zum Zeitpunkt der Entscheidung den höchsten Nutzen verspricht. Die Erwartungsnutzen–Theorie geht davon aus, dass jedes Individuum in allen Fällen ihren Nutzen auf diese Art maximiert. Zudem können die Individuen die erwarteten Auszahlungen sowie die Eintrittswahrscheinlichkeiten korrekt schätzen und die daraus folgenden Informationen vollständig verarbeiten. Aufgrund dieser Annahmen kann die Theorie das Verhalten aller Menschen und somit aller Investoren in den Finanzmärkten beschreiben.<sup>183</sup>

Die Erwartungsnutzen–Theorie trifft jedoch Annahmen über das Verhalten von Individuen bei Entscheidungen, welche in der Behavioral Finance–Theorie teilweise kritisiert werden. Für das Verständnis der Konzepte der Behavioral Finance in Abschnitt 4.3 werden drei dieser kritisch hinterfragten Annahmen der Erwartungsnutzen–Theorie folgend etwas ausführlicher erläutert.<sup>184</sup>

1. Der erwartete Nutzen eines Individuums  $U$  entspricht dem Nutzen der einzelnen Ereignisse einer Entscheidung  $u(x_1) \dots u(x_n)$  je multipliziert mit der entsprechenden Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses  $p_1 \dots p_n$ . Der Nutzen des Individuums ist abhängig von der Auszahlung im jeweiligen Ereignis  $x_1 \dots x_n$  und wird durch die Nutzenfunktion  $u$  bestimmt:

$$U = p_1 u(x_1) + \dots + p_n u(x_n)$$

2. In der Erwartungsnutzen–Theorie ist die absolute Höhe aller Vermögenswerte für die Entscheidungsfindung relevant und nicht eine positive oder negative Abweichung vom ursprünglichen Einkommen.

---

<sup>182</sup> Alle möglichen Fälle, die aufgrund einer Entscheidung eintreten können, werden Ereignisse genannt. Bei einem Münzwurf besteht die Menge aus Ereignissen aus *Kopf* und *Zahl*.

<sup>183</sup> Vgl. Neumann und Morgenstern (1953), S. 17–20, und Kahneman und Tversky (1979), S. 263.

<sup>184</sup> Vgl. Neumann und Morgenstern (1953), S. 20–27, und Kahneman und Tversky (1979), S. 263–265.

3. Die Menschen verhalten sich risikoavers, d.h. sie präferieren bei zwei Auszahlungsmöglichkeiten mit identischem Erwartungswert die sichere Auszahlung gegenüber der unsicheren.<sup>185</sup> Aufgrund der Risikoaversion ist die angenommene Nutzenfunktion konkav.

Da die Erwartungsnutzen-Theorie davon ausgeht, dass das Verhalten aller Individuen erklärt werden kann, ermöglichte sie die Erarbeitung von Modellen, welche die Entscheidungen der Finanzmarktteilnehmer erklären. Sie diente als Grundlage für die Portfolio-Theorie sowie für Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model.

#### 4.1.2 Modern Portfolio-Theorie und Capital Market Line

Die von Harry Markowitz 1952 veröffentlichte Modern Portfolio-Theorie (MPT) besagt, dass das Risiko eines Wertpapierportfolios nicht nur vom Risiko der einzelnen Wertpapiere, sondern auch durch die Korrelation der Renditen der einzelnen Wertpapiere zueinander bestimmt wird. Der Anleger kann sein Risiko reduzieren, indem er zusätzliche Wertpapiere ins Portfolio aufnimmt. Er kann das Risiko jedoch nicht vollständig eliminieren. Die Möglichkeit der Risikoreduktion hat zur Folge, dass rationale, den Erwartungsnutzen maximierende Anleger ausschliesslich in optimal diversifizierte Portfolios investieren. All diese optimalen Portfolios liegen auf der Efficient Frontier und zeichnen sich dadurch aus, dass bei gegebenem Risiko kein Portfolio existiert, welches mehr Rendite verspricht als dasjenige auf der Efficient Frontier. Ein Anleger wählt dasjenige Portfolio auf der Efficient Frontier, welches seiner Risikoneigung bestmöglich entspricht.<sup>186</sup>

Wenn nun die Möglichkeit einer sicheren Anlage sowie der Kreditaufnahme zum risikolosen Zinssatz hinzugefügt wird, gilt das Tobin'sche Separationstheorem. Das Theorem besagt, dass die Investitionsentscheidung eines Anlegers auf die Bestimmung seiner Anteile an risikoloser und an risikobehafteter Anlage reduziert wird.<sup>187</sup>

---

<sup>185</sup>Zur Erklärung der Risikoaversion eignet sich folgende Lotterie. Es besteht die Wahl zwischen einer sicheren Auszahlung von 500 CHF und einem Münzwurf. Wenn der Münzwurf gewählt wird, beträgt die Auszahlung bei Kopf 1'000 CHF und bei Zahl erhält die Person nichts. Risikoaverse Personen wählen die sichere Auszahlung. Dies wird in der Erwartungsnutzen-Theorie mit der konkaven Nutzenfunktion abgebildet. Vgl. Hens und Bachmann (2008), S. 28–30.

<sup>186</sup>Vgl. Markowitz (1952a), S. 77–91.

<sup>187</sup>Vgl. Tobin (1958), S. 83–84.

Bei der Wahl seiner Anteile an risikofreier und risikobehafteter Anlage bewegt sich der Investor auf der Capital Market Line, welche die Tangente von der risikolosen Anlage ausgehend zur Efficient Frontier darstellt. Der Tangentialpunkt entspricht demjenigen Portfolio, welches alle risikobehafteten Anlagen beinhaltet und in welches alle Anleger investieren. Bei seiner Investitionsentscheidung wählt der Anleger je nach persönlicher Risikoneigung einen Punkt auf der Capital Market Line, welcher näher oder weiter entfernt ist von der risikofreien Anlage und bestimmt somit seinen Anteil an risikobehafteten Wertpapieren. Die risikobehaftete Anlage wird in den Kapitalmarktmodellen Marktportfolio genannt.<sup>188</sup>

Da Strukturierte Produkte ausschliesslich Kombinationen aus schon bestehenden Finanzinstrumenten darstellen, kann mit ihrem Einsatz die Efficient Frontier nicht erweitert werden. Falls sich jedoch die Efficient Frontier nicht verändern lässt, wird auch das Marktportfolio konstant bleiben und somit liefern Strukturierte Produkte für einen Anleger keinerlei Nutzen. Aus Sicht der neoklassischen Finance-Theorie dürften Anleger deshalb ausschliesslich in einen das Marktportfolio replizierenden Exchange-Traded-Fund sowie in Staatsanleihen als risikolose Anlage investieren.<sup>189</sup>

Die Beschränkung auf Marktportfolio und Staatsanleihe befolgen indessen nur wenige Anleger. Ein Grund für diese in der Realität zu beobachtende Abweichung sind die sehr restriktiven Annahmen, welche dem Portfolio-Modell von Markowitz und den Kapitalmarktmodellen von Sharpe und von Lintner zugrunde liegen. Folgend sind die wichtigsten dieser Annahmen aufgeführt.<sup>190</sup>

Die Finanzmärkte sind vollkommen, d.h. es gilt:

- Alle Marktteilnehmer haben gleichzeitig und kostenlos Zugang zu allen Informationen.
- Es existieren keine Friktionen wie Steuern oder Transaktionskosten am Finanzmarkt.
- Alle Wertpapiere sind unendlich teilbar.
- Alle Marktteilnehmer können Geld zum risikofreien Zinssatz aufnehmen und anlegen.

---

<sup>188</sup>Vgl. Sharpe (1964), S. 425–427, und Lintner (1965), S. 16–19.

<sup>189</sup>Vgl. Hens und Rieger (2009), S. 2.

<sup>190</sup>Vgl. Hamada (1969), S. 14.



- Alle Marktteilnehmer können alle verfügbaren Finanzinstrumente handeln.

Die Marktteilnehmer haben folgende Eigenschaften:

- Sie sind risikoavers und maximieren ihren Erwartungsnutzen über eine Periode.
- Die erwartete Rendite sowie die Standardabweichung einer Anlage sind die einzigen Entscheidungskriterien eines Anlegers.
- Sie haben homogene Erwartungen über die künftigen Renditen der Wertpapiere.
- Alle Anlageentscheidungen werden gleichzeitig getroffen.

Diese der neoklassischen Finance-Theorie zugrundeliegenden Annahmen sind jedoch in der Realität nicht vollständig erfüllt.<sup>191</sup> Friktionen wie Steuern und Transaktionskosten als auch fehlende Informationseffizienz zeigen, dass die Finanzmärkte nicht vollkommen sind.<sup>192</sup> Zudem gibt es Einschränkungen beim Zugang zu allen Finanzinstrumenten vor allem für private Anleger mit kleineren Vermögen. Diese Einschränkungen können durch hohe Mindestinvestitionsvolumina oder durch den fehlenden Zugang zu einem Markt entstehen.

Weiter kann gezeigt werden, dass sich Individuen nicht immer nach der Erwartungsnutzen-Theorie verhalten<sup>193</sup> und dass Investoren nicht in allen Bereichen ihrer Nutzenfunktion risikoavers sind.<sup>194</sup>

---

<sup>191</sup>Vgl. Volkart (2008), S. 234.

<sup>192</sup>Ein Beispiel für die fehlende vollständige Informationseffizienz ist das Auftreten von Über- und Unterreaktionen bei der Verarbeitung von kursrelevanten Informationen am Aktienmarkt. Vgl. u.a. DeBondt und Thaler (1985), und Barberis, Shleifer und Vishny (1998).

<sup>193</sup>Vgl. Hens und Bachmann (2008), S. 63–64. Anhand von Experimenten konnte gezeigt werden, dass Annahmen der Erwartungsnutzen-Theorie verletzt sind. Sowohl das **Allais-Paradoxon** wie auch das **Ellsberg-Paradoxon** zeigen, dass das Axiom der Unabhängigkeit der Erwartungsnutzen-Theorie verletzt ist. In beiden Experimenten wird nachgewiesen, dass die Entscheidung eines Individuums zwischen zwei Handlungsmöglichkeiten abhängig ist von der Beschreibung der Handlungsoptionen. Allais zeigt, dass z.B. das Hinzufügen oder die Wegnahme einer sicheren Auszahlung bei beiden Handlungsmöglichkeiten die Entscheidung eines Individuums verändert. Ellsberg weist zudem nach, dass Individuen mehrheitlich diejenige Handlungsoption wählen, deren Eintrittswahrscheinlichkeit bekannt ist, obwohl der Nutzen beider Optionen identisch ist. Weiterführende Informationen sowie die Original-Experimente finden sich in: Allais (1953), S. 525–530, und Ellsberg (1961), S. 653–655.

<sup>194</sup>Kahneman und Tversky haben anhand von Experimenten aufzeigen können, dass Individuen sich nur bei positiven Auszahlungen risikoavers verhalten, während sie bei negativen Zahlungen mehrheitlich risikosuchend sind. Vgl. Kahneman und Tversky (1979), S. 277–280.

## 4.2 Strukturierte Produkte im Kontext der neoklassischen Finance-Theorie

Die Existenz von Strukturierten Produkten kann – wie in Abschnitt 4.1 dargestellt – durch die Modelle der neoklassischen Finance-Theorie nicht erklärt werden. Jedoch sind die Annahmen über das Anlageverhalten von Individuen sehr restriktiv und in der Realität wohl nie vollständig zutreffend. Strukturierte Produkte können auch aus Sicht der neoklassischen Finance-Theorie Nutzen stiften, indem sie Einschränkungen für Privatanleger reduzieren und ihnen so Zugang zu sonst verschlossenen Märkten ermöglichen. Da die für diese Arbeit erarbeitete Umfrage gezeigt hat, dass 85% aller in Wertpapiere anlegenden Personen weniger als 500'000 CHF Vermögen besitzen, wird für die nachfolgenden Erläuterungen von einem privaten Anleger mit kleinerem Vermögen ausgegangen.

Strukturierte Produkte – insbesondere Partizipationsprodukte wie Tracker-Zertifikate<sup>195</sup> – ermöglichen privaten Anlegern den Zugang zu Anlageinstrumenten wie Rohstoff-Kontrakten auf Rohöl oder Weizen, welcher ohne den Einsatz von Strukturierten Produkten aufgrund hoher Mindestanlagevolumina nicht möglich wäre. Weiter kann durch den Einsatz von Strukturierten Produkten der Zugang zu Währungen oder auch zu Aktienmärkten, in welche zuvor nicht oder nur mit hohen Kosten investiert werden konnte, vereinfacht und kostengünstiger gestaltet werden.<sup>196</sup>

Mit dem Kauf eines Discount-Zertifikats oder eines Reverse Convertible<sup>197</sup> wird es Privatanlegern ermöglicht, eine Short-Position in Optionen einzugehen und somit potenziell von sinkender Volatilität zu profitieren oder eine Covered Call Strategie zu verfolgen. Andere Produkttypen wie Bonus-Zertifikate oder Multi Barrier Reverse Convertibles<sup>198</sup> bieten privaten Anlegern neu die Möglichkeit exotische Optionen wie Knock-out- oder Worst-of-Optionen zu handeln. Dadurch lässt sich das Anlageuniversum der privaten Anleger erweitern, demjenigen von professionellen Marktteilnehmern angleichen und der Markt vervollständigen.<sup>199</sup>

Einem Anleger mit kleinerem Vermögen fällt es infolge der Transaktionskosten schwer, sein Portfolio optimal zu diversifizieren. Strukturierte Produkte wie

---

<sup>195</sup>Die Funktionsweise von Tracker-Zertifikaten wird in Abschnitt 3.1.1 beschrieben.

<sup>196</sup>Vgl. M. Ammann und Ising (2007), S. 581–582.

<sup>197</sup>Die Funktionsweisen dieser Produkttypen werden in Abschnitt 3.2.1 und 3.2.3 beschrieben.

<sup>198</sup>Beschreibungen dieser Produkttypen finden sich in Abschnitt 3.1.2 und 3.2.4.

<sup>199</sup>Vgl. Ross (1976), S. 75–77.

Tracker-Zertifikate bieten ihm eine Möglichkeit, sein Kapital in viele Aktien anzulegen, ohne dass für jeden Kauf eines Einzeltitels Kosten anfallen. Empirische Untersuchungen zeigen, dass sich bei einem Handelsvolumen unter 100'000 CHF die Replikation von Kapitalschutzprodukten ohne Cap durch den Anleger nicht lohnt, da die Transaktionskosten für den Kauf der einzelnen Bestandteile höher sind als diejenigen für das Strukturierte Produkt. Dabei wurde auch die zugunsten des Emittenten ausfallende Bewertung des Kapitalschutzprodukts berücksichtigt.<sup>200</sup> Demgegenüber sind vermögendere Privatinvestoren für die Diversifikation nicht auf Strukturierte Produkte angewiesen, da sie aufgrund der degressiven Transaktionskosten und des grösseren Kapitals die Diversifikation mit dem Kauf von Einzeltiteln erreichen können. Aus diesen Überlegungen leitet sich die erste Fragestellung für die empirische Untersuchung ab.

### **Fragestellung 1**

Kaufen Anleger mit kleinen Vermögen eher Strukturierte Produkte als vermögendere Anleger?

## **4.3 Grundlagen der Behavioral Finance**

In der Behavioral Finance wird versucht, das aus Sicht der neoklassischen Finance-Theorie irrationale Verhalten der Anleger zu erklären, indem neben ökonomischen Überlegungen auch neuere Erkenntnisse aus der Psychologie über das Entscheidungsverhalten von Akteuren am Finanzmarkt berücksichtigt werden. Ein Auslöser für die Kritik an der 1944 formulierten Erwartungsnutzen-Theorie war eine Arbeit von Friedman und Savage, die bereits 1948 veröffentlicht wurde.<sup>201</sup> In dieser Arbeit wurde die Frage aufgeworfen, weshalb Individuen neben Versicherungen auch Lotterielose kaufen, obwohl beide Entscheidungen einen negativen Erwartungswert haben.<sup>202</sup> Mit der konkaven, der Erwartungsnutzen-Theorie zugrundeliegenden Bernoulli-Nutzenfunktion kann nicht erklärt werden, weshalb Individuen einerseits beim Abschluss einer Versicherung eine Prämie für die Risikoreduktion bezahlen und andererseits beim Kauf eines Loses bereit sind, eine Prämie für die Übernahme von Risiko aufzuwenden. Um das Friedman-Savage-Puzzle zu erklären, wurden 1952 zwei Frameworks veröffentlicht, die im

---

<sup>200</sup>Vgl. Senn (2009), S. 61–63.

<sup>201</sup>Vgl. Friedman und Savage (1948).

<sup>202</sup>Der negative Erwartungswert ist darin begründet, dass sowohl Versicherungen als auch Lotteriegelosegesellschaften einen Teil der Zahlungen zur Abdeckung von Betriebskosten verwenden und daher nicht die gesamte Einnahmensumme wieder auszahlen.

Vergleich zur Erwartungsnutzen–Theorie mit modifizierten Nutzenfunktionen arbeiten.

Markowitz publizierte 1952 neben der bekannten Modern Portfolio–Theorie<sup>203</sup> ein weiteres, das „Puzzle“ berücksichtigendes Modell, die Customary Wealth–Theorie<sup>204</sup>. In diesem Modell erwähnt er, dass Individuen bei Verlusten dazu tendieren, risikosuchend zu handeln. Aufbauend auf dieser veränderten Nutzenfunktion formulierten Kahneman und Tversky im Jahr 1979 mit der Prospect–Theorie ein neues Framework, um Entscheidungen von Individuen unter Unsicherheit zu erklären.<sup>205</sup> In ihrem Artikel unterlegten sie die Kritik an der Erwartungsnutzen–Theorie mit zahlreichen Experimenten, in welchen ein systematisches Abweichen vom erwarteten Entscheidungsverhalten nachgewiesen werden konnte.

Im gleichen Jahr wie Markowitz veröffentlichte Roy die Safety First–Theorie, welche davon ausgeht, dass das Ziel jedes Individuums die Minimierung der Wahrscheinlichkeit ist, mit welcher sein Vermögen unter eine Schwelle fallen kann. Die Schwelle entspricht demjenigen Vermögen, welches das Individuum für das Überleben aus ökonomischer Sicht benötigt.<sup>206</sup> Die Safety First–Theorie diente als Grundlage der SP/A–Theorie von Lopes aus dem Jahre 1987, welche wiederum zusammen mit der Prospect–Theorie den Grundstein zu der von Shefrin und Statman im Jahr 2000 publizierten Behavioral Portfolio–Theorie darstellt. Ähnlich wie das Capital Asset Pricing Model versucht die Behavioral Portfolio–Theorie die Anlageentscheidungen der Investoren zu erklären.<sup>207</sup>

#### 4.3.1 Entstehung der Behavioral Finance

In diesem Abschnitt wird eine Übersicht über Phänomene<sup>208</sup> gegeben, in welchen Individuen von dem gemäss Erwartungsnutzen–Theorie erwarteten Verhalten abweichen. Anhand der historischen Entwicklung der Behavioral Finance–Theorie wird aufgezeigt, in welchen Situationen die Akteure am Finanzmarkt nicht rational entscheiden.

Mit den Paradoxa von Allais und Ellsberg sowie dem Friedman–Savage–Puzzle konnte nachgewiesen werden, dass die Erwartungsnutzen–Theorie das Verhal-

---

<sup>203</sup>Vgl. Markowitz (1952a).

<sup>204</sup>Vgl. Markowitz (1952b).

<sup>205</sup>Vgl. Kahneman und Tversky (1979).

<sup>206</sup>Vgl. Roy (1952), S. 431–432 sowie 446–447.

<sup>207</sup>Vgl. Shefrin und Statman (2000), S. 127–130.

<sup>208</sup>Die Bezeichnung dieser Phänomene wird in Englisch gehalten, da sie stehende Begriffe darstellen.

ten eines Individuums nicht immer erklären kann. Kahneman und Tversky zeigten zudem, dass Individuen systematische Fehleinschätzungen von Wahrscheinlichkeiten bei Entscheidungen unter Unsicherheit treffen.<sup>209</sup> Dies jedoch widerspricht der Annahme 1 der Erwartungsnutzen-Theorie (siehe Abschnitt 4.1.1), da davon ausgegangen werden muss, dass Individuen die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht korrekt schätzen und somit ihren Nutzen nicht im Sinne der Erwartungsnutzen-Theorie optimieren können.

### **Representativeness**

Individuen schätzen die Wahrscheinlichkeit, mit welcher ein Prozess ein Ereignis zur Folge hat mittels des Grades der Ähnlichkeit zwischen dem Prozess und dem Ereignis. Aufgrund beispielsweise von Stereotypen kann dies jedoch zu einer falschen Schätzung der Wahrscheinlichkeit führen, da nicht alle die Wahrscheinlichkeit beeinflussenden Faktoren berücksichtigt werden.

Einer dieser Fehleinschätzung verursachenden Faktoren ist die fehlende Berücksichtigung bestehender Wahrscheinlichkeitsverteilungen.<sup>210</sup> Ein zweiter Faktor ist das Ignorieren der Samplegrösse. Individuen schätzen die Wahrscheinlichkeit unabhängig von der Anzahl der Beobachtungen und vergessen dabei, dass die Wahrscheinlichkeit einer Abweichung von der zugrundeliegenden Verteilung bei einem kleineren Sample grösser ist als bei einer grossen Anzahl an Beobachtungen. Ein letzter Faktor ist die inkorrekte Schätzung von Wahrscheinlichkeiten einer Abfolge von zufälligen Ereignissen wie z.B. beim Werfen einer Münze. Die der Wahrscheinlichkeitsverteilung entsprechenden Abfolgen, wie z.B. Kopf / Zahl / Kopf / Zahl, werden als wahrscheinlicher eingeschätzt als extreme Abfolgen, wie vier Mal Zahl, obwohl beide Abfolgen eine identische Eintritts-

---

<sup>209</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1124.

<sup>210</sup>Zur Illustration dient ein Experiment: Zwei Gruppen von Personen sollen sich aufgrund einer nichts über den Job aussagenden Personenbeschreibung entscheiden, ob die beschriebene Person ein Anwalt oder Ingenieur ist. Einer Gruppe wird gesagt, dass die Personenbeschreibung aus einem Pool von 70 Anwälten und 30 Ingenieuren stammt und die andere Gruppe erhält die Information, dass die Personenbeschreibung zufällig aus 30 Anwälten und 70 Ingenieuren ausgewählt wird. Überraschenderweise ist das Resultat des Experiments bei beiden Gruppen identisch. In beiden Gruppen vermutete je eine Hälfte der Befragten, dass die Beschreibung auf einen Anwalt bzw. einen Ingenieur zutrifft. Dabei ist in der ersten Gruppe die Wahrscheinlichkeit, eine Beschreibung eines Anwalts vor sich zu haben, viel grösser als in der zweiten Gruppen. Es zeigt sich, dass die Individuen für ihre Vermutung die Wahrscheinlichkeitsverteilung nicht berücksichtigen. Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1124–1125.

wahrscheinlichkeit aufweisen.<sup>211</sup>

### **Availability**

Bereits verfügbare Informationen können eine Hilfe für die Schätzung von Wahrscheinlichkeiten sein. Das Zurückgreifen eines Individuums auf diese Informationen kann indessen wiederum Fehleinschätzungen zur Folge haben, da nur sofort verfügbare Informationen verarbeitet und andere nicht unmittelbar vorhandene Informationen vernachlässigt werden.

Der erste Effekt ist die Fehleinschätzung aufgrund der Abrufbarkeit von Beispielen. Wenn ähnliche Beispiele wie das Ereignis, dessen Eintrittswahrscheinlichkeit zu schätzen ist, abrufbar sind, dann ist die subjektive Wahrscheinlichkeit höher als wenn dem Entscheidungsträger keine oder weniger vergleichbare Beispiele bekannt sind. Ein zweiter Faktor entsteht durch die Vorstellbarkeit eines Samples für die Schätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit. Einfacher vorstellbare Samples erhalten eine grössere Wahrscheinlichkeit zugeordnet als gedanklich aufwendiger zu erreichende Auswahlen, obwohl beide gleich wahrscheinlich sind.<sup>212</sup>

### **Adjustment und Anchoring**

Wenn einem Individuum ein Startpunkt vorgegeben wird, beeinflusst dieser die Schätzung der Eintrittswahrscheinlichkeiten von Ereignissen. Unzulängliche Anpassungen der Wahrscheinlichkeiten ist ein erster von Kahneman und Tversky erläuteter Effekt. Ein gegebener Startpunkt – auch Ankerpunkt genannt – verleitet die Entscheidungsträger zur Schätzung der Wahrscheinlichkeit relativ zum Ankerpunkt. Weiter tendieren Personen dazu, die Eintrittswahrscheinlichkeit von verbundenen (konjunktiven) Ereignissen zu überschätzen und diejenige von sich ausschliessenden (disjunktiven) zu unterschätzen. Grund dafür ist die Verankerung, die durch die Eintrittswahrscheinlichkeit der einzelnen Ereignisse entsteht.<sup>213</sup> Zuletzt beschreiben Kahneman und Tversky, dass Verankerung

---

<sup>211</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1124–1127. Eine Auswahl an Experimenten, welche diese Fehleinschätzungen stützen, findet sich in Kahneman und Tversky (1972) sowie in Kahneman und Tversky (1973b).

<sup>212</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1127–1128. Eine Auswahl an Experimenten, welche diese Fehleinschätzungen stützen, findet sich in Kahneman und Tversky (1973a) sowie in Galbraith und Underwood (1973).

<sup>213</sup>Ein Experiment soll wiederum zur Illustration dienen. Eine Gruppe von Personen wurde befragt, welches Ereignis die höhere Eintrittswahrscheinlichkeit aufweist. Beim konjunktiven Ereignis musste die Wahrscheinlichkeit geschätzt werden, mit welcher aus einem Säckchen mit 90 roten und 10 weissen Murmeln sieben Mal in Folge eine rote Murmel gezogen wird. Bei der zweiten Schätzung für ein disjunktives Ereignis wurde ein Säckchen mit 10 roten und 90 weissen Murmeln verwendet. Dabei musste die Wahrscheinlichkeit geschätzt werden,

auch bei der Schätzung von subjektiven Wahrscheinlichkeitsverteilungen eine Rolle spielt. Die Verteilungen werden aufgrund der Verankerung um den Mittelwert zu schmal, d.h. die extremen Werte sind zu wenig ausgeprägt.<sup>214</sup>

### Overconfidence

Neben den zuvor genannten Aspekten, die zur Fehleinschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit führen, kann in Experimenten ausserdem gezeigt werden, dass Individuen ihr Wissen systematisch überschätzen und sich somit auf inkorrekte Schätzungen der Eintrittswahrscheinlichkeit abstützen.<sup>215</sup>

An den Finanzmärkten führt die Selbstüberschätzung des eigenen Wissens dazu, dass Anleger in zu wenig diversifizierte Portfolios investieren. Viele Investoren sind überzeugt, mehr als die anderen Marktteilnehmer zu wissen und daher eine höhere Rendite als der Markt erzielen zu können. Dabei gehen sie höhere Risiken ein als ein Anleger mit einer korrekten Einschätzung seines Finanzwissens, indem sie den Diversifikationsgrundsatz zu wenig beachten und davon ausgehen, dass sie mit ihrem höheren Wissensstand die mangelnde Diversifikation wieder wettmachen können. Zudem reduzieren viele Investoren mit Selbstüberschätzung die Rendite ihrer Anlagen, da sie das Portfolio häufiger umschichten und so höhere Transaktionskosten verursachen als Anleger, die ihre Kenntnisse korrekt einschätzen.<sup>216</sup>

### 4.3.2 Prospect–Theorie

Im Jahr 1979 veröffentlichten Kahneman und Tversky zum ersten Mal eine Theorie, welche die bisher aufgezeigten Verhaltensanomalien aufgreift, die Prospect–Theorie. Diese wurde im Laufe der Zeit zur in Abschnitt 4.3.4 beschriebenen Cumulative Prospect–Theorie weiterentwickelt. Zudem deckten sie in ihrer Arbeit weitere systematische Verhaltensabweichungen der Individuen von der durch die Erwartungsnutzen–Theorie erwarteten Verhaltensweise auf. Die für

---

mit der in sieben Versuchen mindestens eine rote Murmel gezogen wird. Die Mehrheit der Personen schätzen die Wahrscheinlichkeit beim ersten Ereignis höher ein als beim zweiten, obwohl die Eintrittswahrscheinlichkeit bei der zweiten Ziehung höher ist. Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1129.

<sup>214</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1128–1130. Eine Auswahl an Experimenten, welche diese Fehleinschätzungen stützen, findet sich in Cohen, Chesnick und Haran (1972) sowie in Bar-Hillel (1973).

<sup>215</sup>Vgl. Fischhoff, Slovic und Lichtenstein (1977), S. 552–553, und 561–564. Eine gute Übersicht über frühe Experimente zu diesem Thema gibt Lichtenstein, Fischhoff und Phillips (1982).

<sup>216</sup>Vgl. Odean (1998), S. 1887–1893.

die Prospect–Theorie zentralen Verhaltensmuster werden folgend erläutert.<sup>217</sup>

### Isolation Effect

Die Erwartungsnutzen–Theorie geht – wie auch in der Annahme 2 in Abschnitt 4.1.1 beschrieben – davon aus, dass für den Nutzen eines Individuums nur die absolute Höhe der Vermögenswerte relevant ist. Hingegen kann in Experimenten gezeigt werden, dass Individuen vor allem auf die Veränderung des Nutzens reagieren.<sup>218</sup> Die Abszisse in Abbildung 32 zeigt, dass in der Prospect–Theorie der Nutzen eines Individuums nicht mehr vom absoluten Vermögen abhängt, sondern von der Abweichung zum Vermögenszustand vor der Entscheidung.

### Reflection Effect

Dieser Effekt besagt, dass sich Individuen bei unter Unsicherheit getroffenen Entscheidungen mit negativen Auszahlungen nicht mehr – wie in der Annahme 3 in Abschnitt 4.1.1 beschrieben – risikoavers, sondern risikosuchend verhalten.<sup>219</sup> Dies führt dazu, dass die in Abbildung 32 gezeigte Nutzenfunktion bei Gewinnen konkav und bei Verlusten konvex ist. Zudem ist der negative Nutzen, zu dem ein Verlust führt, grösser als der positive Nutzen, welcher durch einen in der Höhe dem Verlust entsprechenden Gewinn gestiftet wird. Daher ist die Nutzenfunktion im Verlustbereich steiler als im Gewinnbereich.

In der Erwartungsnutzen–Theorie wird dieses Phänomen ausgeblendet, da immer vom Nutzen der absoluten Höhe der Vermögenswerte ausgegangen wird und nicht von der Veränderung des Nutzens, den eine Bewegung des aktuellen Vermögensstands zur Folge hat. In der Erwartungsnutzen–Theorie kann deshalb

---

<sup>217</sup>Vgl. Kahneman und Tversky (1979), S. 263–267.

<sup>218</sup>Mit zwei Spielen kann dieser Effekt nachgewiesen werden.

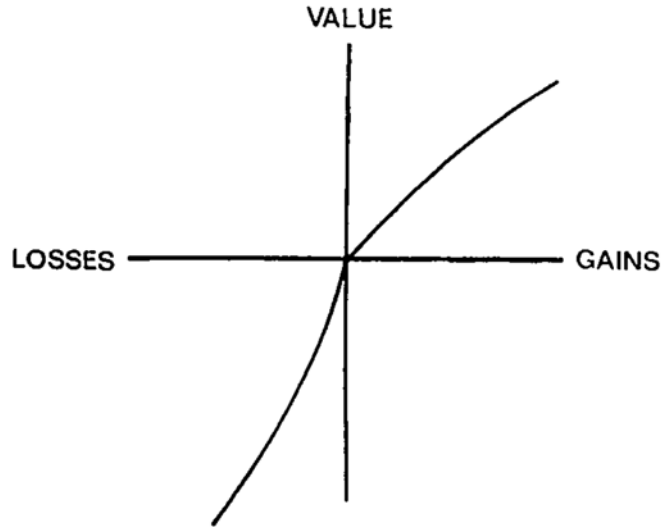
**Spiel 1:** Zu Beginn des Spiels erhält jeder Teilnehmer 1'000 CHF und muss sich nun zusätzlich zwischen einem Münzwurf (Kopf: 1'000 CHF und Zahl: 0 CHF) und einer sicheren positiven Zahlung von 500 CHF entscheiden. Die Mehrheit wählt die sichere Zahlung und hat somit ein Gesamtvermögen von 1'500 CHF.

**Spiel 2:** Zu Beginn des Spiels erhält jeder Teilnehmer 2'000 CHF und muss sich nun zusätzlich zwischen einem Münzwurf (Kopf: –1'000 CHF und Zahl: 0 CHF) und einer sicheren negativen Zahlung von 500 CHF entscheiden. Die Mehrheit wählt die unsichere Zahlung, obwohl mit der Wahl der sicheren Zahlung ein identisches Vermögen wie in Spiel 1 erreicht werden könnte. Vgl. Kahneman und Tversky (1979), S. 271–273.

<sup>219</sup>Zur Erklärung der Risikofreude im Verlustbereich eignet sich die leicht abgeänderte Lotterie, mit der auch die Risikoaversion im Gewinnbereich nachgewiesen werden konnte. Anstelle von positiven Auszahlungen werden negative angenommen. Die Personen können zwischen einer sicheren Zahlung von 500 CHF an den Staat und einem Münzwurf entscheiden. Bei der Wahl des Münzwurfs muss im Falle von Kopf 1'000 CHF an den Staat bezahlt werden, bei Zahl muss nichts bezahlt werden. Risikosuchende Personen wählen die unsichere Variante, d.h. den Münzwurf, da dieser für sie zu einem kleineren Nutzenverlust führt als die sichere Zahlung. Vgl. Hens und Bachmann (2008), S. 28–30.



Abbildung 32: Nutzenfunktion in der Prospect-Theorie



Quelle: Kahneman und Tversky (1979), S. 279.

das risikosuchende Verhalten von Individuen bei Verlusten nicht abgebildet werden.<sup>220</sup>

#### 4.3.3 Weiterentwicklung der Behavioral Finance

Die Prospect-Theorie wurde 1980 auch von Richard Thaler gestützt, der in seiner Arbeit weitere irrationale Verhaltensmuster von Individuen bei Entscheidungen anhand von Experimenten aufzeigte.<sup>221</sup>

##### Endowment Effect

Die neoklassische Finance-Theorie besagt, dass alle Kosten gleich behandelt werden müssen, unabhängig davon, ob es Opportunitätskosten oder explizite Geldabflüsse sind. Für Individuen entsprechen jedoch geldwirksame Ausgaben einem Verlust, während Opportunitätskosten nur entgangene Gewinne darstellen. Aus der in der Prospect-Theorie angewandten Nutzenfunktion folgt, dass der entgangene Gewinn einen geringeren Nutzenverlust als die geldwirksame Ausgabe verursacht. Daraus resultiert auch, dass ein Gut, welches im Besitz eines Individuums ist, einen höheren Nutzen stiftet als ein identisches Gut, welches nicht im Besitz dieser Person ist. Das Individuum hat beim Verkauf des

<sup>220</sup>Vgl. Kahneman und Tversky (1979), S. 263–267 und S. 277–280. Eine Auswahl an Experimenten, welche diese Fehleinschätzungen stützen, findet sich in Williams (1966).

<sup>221</sup>Vgl. Thaler (1980), S. 39–41.

Gutes einen negativen Nutzen, welcher höher gewichtet wird, als der durch den Kauf des gleichen Gutes entstehende positive Nutzen.<sup>222</sup>

### **Framing of Acts**

Das Verhalten von Individuen bei ihrer Entscheidungsfindung hängt von der Darstellung der zur Wahl stehenden Möglichkeiten ab. Mit einem Experiment<sup>223</sup> kann gezeigt werden, dass die Entscheidungsfindung eines Individuums davon beeinflusst wird, ob zwei aufeinanderfolgende Entscheidungen getroffen werden müssen oder nur eine einzige, welche insgesamt die identischen Entscheidungsmöglichkeiten wie die beiden ersten Entscheidungen aufweist.<sup>224</sup>

### **Mental Accounting**

Mental Accounting beschreibt den Effekt, dass Individuen gedanklich für Einkommen und Vermögen zwei Konten bilden. Auf dem Einkommenskonto liegende Mittel können für den Konsum verwendet werden, demgegenüber darf Geld auf dem Vermögenskonto nicht für Konsumausgaben genutzt werden. Damit kann die Präferenz von Aktionären für Dividenden erklärt werden. Dividenden werden von den Aktionären als Einkommen aufgefasst und können daher für Konsum ausgegeben werden. Aktienrückkäufe oder Kursgewinne werden gedanklich dem Konto Vermögen zugeordnet, auf welches für den Konsum nicht zurückgegriffen werden darf; und da Individuen lieber konsumieren als sparen,

---

<sup>222</sup>Vgl. Thaler (1980), S. 43–47, Kahneman, Knetsch und Thaler (1990), S. 1325–1329, und Kahneman, Knetsch und Thaler (1991), S. 194–197.

<sup>223</sup>Folgende Experimente sollen den Sachverhalt verdeutlichen. Die Befragten können zwischen einem sicheren Gewinn von 240\$ (A) und einer Lotterie (B) wählen. In der Lotterie beträgt der Gewinn mit einer Wahrscheinlichkeit von 25% 1'000\$ und mit einer Wahrscheinlichkeit von 75% erhält die Person keine Auszahlung. Anschliessend müssen sich die Befragten noch zwischen einem sicheren Verlust von 750\$ (C) und einer Lotterie (D) entscheiden. Die Lotterie führt mit einer Wahrscheinlichkeit von 75% zu einem Verlust von 1'000\$ und mit einer Wahrscheinlichkeit von 25% muss die Person keine Zahlung leisten. 73% der Befragten wählten die Möglichkeiten (A) und (D), während nur 3% die Kombination (B) und (C) bevorzugten.

Wenn nun die Varianten A & D sowie B & C zusammengefasst werden, ergeben sich folgende zwei Lotterien: Die erste Lotterie (A & D) führt mit einer Wahrscheinlichkeit von 25% zu einem Gewinn von 240\$ und mit derjenigen von 75% zu einem Verlust von 760\$. In der zweiten Lotterie (B & C) erhält ein Individuum mit einer Wahrscheinlichkeit von 25% 250\$ und mit einer Wahrscheinlichkeit von 75% muss eine Zahlung von 750\$ geleistet werden. Die zweite Lotterie ist gegenüber der ersten Lotterie dominant, da sie in jedem Fall eine höhere Auszahlung ergibt. Wenn jedoch die Lotterien in zwei Entscheidungen unterteilt werden, hat im beschriebenen Experiment die Mehrheit der Individuen eine Kombination (A & D) aus nicht dominanten Entscheidungen gewählt. Vgl. Tversky und Kahneman (1981), S. 454–455.

<sup>224</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1981), S. 453–455. Eine gute Übersicht über Experimente, welche diesen Sachverhalt stützen, findet sich in Grether und Plott (1979).

bevorzugen sie Dividendenzahlungen.<sup>225</sup>

Zuvor erwähnte Verhaltensmuster zeigen, dass die neoklassische Finance–Theorie das Entscheidungsverhalten eines Individuums nicht in allen Situationen erklären kann. In transparenten, für den Entscheidungsträger einfach verständlichen Konstellationen lassen sich mit der Erwartungsnutzen–Theorie sinnvolle Aussagen über das Entscheidungsverhalten machen, nicht aber in komplizierten, intransparenten Situationen.<sup>226</sup>

#### 4.3.4 Cumulative Prospect–Theorie

Wie in der Erwartungsnutzen–Theorie maximiert ein Individuum auch in der Cumulative Prospect–Theorie seinen Nutzen  $V$ , wobei die Höhe des Nutzens von den Entscheidungsgewichten  $w$  und der Nutzenfunktion  $v$  bestimmt wird. Die Funktion  $w(p)$  wandelt die in der neoklassischen Finance–Theorie verwendete objektive Eintrittswahrscheinlichkeit in ein subjektives Mass um und weist der jeweiligen Auszahlung in Abhängigkeit von der Eintrittswahrscheinlichkeit  $p$  ein Entscheidungsgewicht  $w$  zu.

Ein gewichtiger Unterschied im Vergleich zur Erwartungsnutzen–Theorie sind diese subjektiven Entscheidungsgewichte, welche die in Abschnitt 4.3.1 beschriebenen Fehleinschätzungen der Eintrittswahrscheinlichkeiten durch Individuen berücksichtigen. Falls die Auszahlung mit Sicherheit nicht stattfindet ( $p = 0$ ) oder mit Sicherheit erfolgt ( $p = 1$ ), entsprechen die kumulativen Entscheidungsgewichte exakt der jeweiligen Eintrittswahrscheinlichkeit. Abbildung 33 zeigt den restlichen Verlauf der Funktion  $w$ , welche mithilfe von Experimenten ermittelt wurde. Die objektiven Eintrittswahrscheinlichkeiten  $p$  entsprechen in den meisten Fällen nicht den subjektiven Entscheidungsgewichten  $w$ .

Individuen tendieren dazu, die Eintrittswahrscheinlichkeit von sehr unwahrscheinlichen Ereignissen zu überschätzen, während diejenige von wahrscheinlichen Ereignissen unterschätzt wird. Daraus resultiert, dass die Entscheidungsgewichte für seltene Ereignisse grösser sind als die tatsächlichen Eintrittswahrscheinlichkeiten.

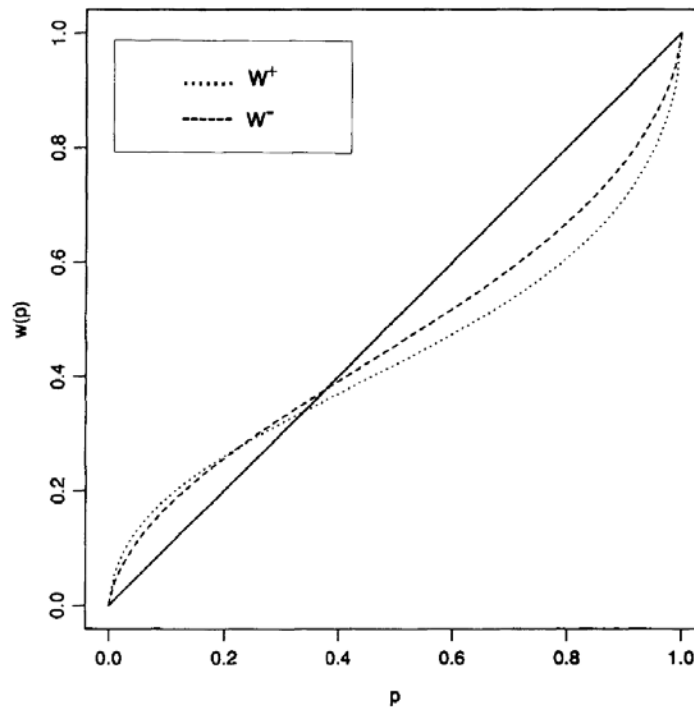
Die der Cumulative Prospect–Theorie zugrundeliegenden Nutzenfunktion  $v$  ordnet wie in der Erwartungsnutzen–Theorie jeder Auszahlung  $x$  einem Nutzen  $V$  zu, wobei die Auszahlung der Differenz zwischen dem Vermögensstand nach der

---

<sup>225</sup>Vgl. Shefrin (2007), S. 114–115, und Thaler (1999), S. 196–197.

<sup>226</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1986), S. 270–275.

Abbildung 33: Funktion der subjektiven Entscheidungsgewichte in Abhängigkeit der objektiven Eintrittswahrscheinlichkeit



Quelle: Tversky und Kahneman (1992), S. 313.

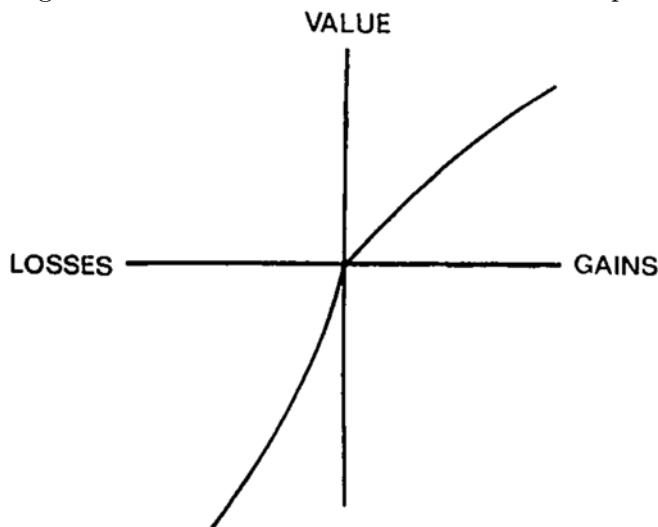
Entscheidung und dem Referenzpunkt entspricht. Im Gegensatz zur Erwartungsnutzen-Theorie, in welcher mit dem absolutem Vermögen gearbeitet wird, ist der Referenzpunkt in der Cumulative Prospect-Theorie das aktuelle Vermögen und somit sind negative und positive Auszahlungen möglich. Zudem wird in Abbildung 34 sichtbar, dass die Nutzenfunktion infolge der Risikoaversion im Gewinnbereich konkav und aufgrund der Risikofreude bei Verlusten konvex ist. Da Individuen Verluste stärker gewichten als entsprechende Gewinne, ist die Nutzenfunktion im Verlustbereich steiler als im Gewinnbereich.<sup>227</sup>

#### 4.4 Strukturierte Produkte im Kontext der Behavioral Finance

Der Kauf eines Strukturierten Produkts stellt für einen potenziellen Käufer aus Sicht der Entscheidungstheorie eine komplexe und intransparente Situation dar, da ein Strukturiertes Produkt viele unterschiedliche Auszahlungsmöglichkeiten enthält. In solchen intransparenten Entscheidungssituationen können mittels der Erwartungsnutzen-Theorie keine sinnvollen Aussagen über das Entscheidungs-

<sup>227</sup>Vgl. Kahneman und Tversky (1979), S. 277–280.

Abbildung 34: Nutzenfunktion in der Cumulative Prospect-Theorie



Quelle: Kahneman und Tversky (1979), S. 279.

verhalten eines Individuums gemacht werden und daher kann die neoklassische Finance-Theorie die Existenz von Strukturierten Produkten nicht erklären.<sup>228</sup> Deshalb wird folgend aufgezeigt, wie ein Teil der in Abschnitt 4.3 beschriebenen Erklärungsansätze der Behavioral Finance auch dazu dienen können, die Existenz von Strukturierten Produkten zu begründen.

Representativeness, Availability oder Anchoring können dazu führen, dass Investoren die Eintrittswahrscheinlichkeit eines für sie schlechten Ereignisses unterschätzen und sie daher den Kauf eines Strukturierten Produkts als sinnvoll erachten, obwohl sie bei besserer Kenntnis der Wahrscheinlichkeit das Produkt nicht erwerben würden. So tendieren Anleger bei Strukturierten Produkten mit einer Barriere wie z.B. (Multi-Asset) Barrier Reverse Convertibles oder Bonus-Zertifikaten<sup>229</sup> dazu, die Wahrscheinlichkeit eines Durchbrechens der Barriere und somit das eingegangene Risiko zu unterschätzen.<sup>230</sup> Bei Kapitalschutzprodukten tendieren Anleger dazu, die Eintretenswahrscheinlichkeit von hohen Renditen des Basiswertes zu überschätzen. Aufgrund der zu optimistischen Schätzung scheint der Kauf dieses Produkttyps für einen Anleger lohnenswert. Dieser Effekt zeigt sich insbesondere bei Produkten mit einer langen Laufzeit, wie dies

<sup>228</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1986), S. 270–275.

<sup>229</sup>Die Beschreibung beider Produkttypen findet sich in den Abschnitten 3.2.4 sowie 3.1.2.

<sup>230</sup>Vgl. Rieger (2008a), S. 7–12.

bei Kapitalschutzprodukten häufig der Fall ist.<sup>231</sup>

Zudem haben Anleger insbesondere bei Multi-Asset Barrier Reverse Convertibles Mühe, die Wahrscheinlichkeit einer Verletzung der Barriere plausibel einzuschätzen.<sup>232</sup> Ein Grund für diese Fehleinschätzung der Wahrscheinlichkeit könnte die Auszahlung eines Coupons sein, welcher einen Ankerpunkt für die Schätzung der erwarteten Rendite darstellt. Kahneman und Tversky konnten zeigen, dass die subjektiven Wahrscheinlichkeitsverteilungen um diesen Ankerpunkt liegen und die extremen Werte unterschätzt werden.<sup>233</sup> Wenn nun Käufer von Barrier Reverse Convertibles den der Maximalrendite entsprechenden Coupon als Ankerpunkt wählen, werden sie die Wahrscheinlichkeit einer Barrierenverletzung deutlich unterschätzen, da sie die erwartete Rendite zu hoch ansetzen.

Der Effekt der Overconfidence beschreibt, dass Investoren ihr eigenes Wissen über Finanzmärkte und Anlageinstrumente überschätzen. Infolge der Überschätzung ihrer eigenen Kenntnisse glauben sie, eine höhere Rendite als ein durchschnittlicher Marktteilnehmer erzielen zu können. In der empirischen Untersuchung wird daher untersucht, ob Overconfidence auch bei Investoren in Strukturierte Produkte auftritt. Daraus lässt sich die zweite Fragestellung ableiten.

## **Fragestellung 2**

Überschätzen Anleger ihr Wissen über Strukturierte Produkte?

Overconfidence kann zudem dazu führen, dass ein Anleger im Vergleich zum Markt unterschiedliche Vorstellungen über die Eintrittswahrscheinlichkeit künftiger Ereignisse hat, da er glaubt, mehr als der Markt zu wissen.<sup>234</sup> Aufgrund der vielfältigen Auszahlungsprofile eignen sich Strukturierte Produkte daher, um dem Anleger die Spekulation gegen den Markt zu ermöglichen. Weiter schadet sich der Anleger mit der Selbstüberschätzung des eigenen Wissens, da er durch mangelnde Diversifikation ein höheres Risiko eingeht sowie durch häufiges Umschichten eine geringere Rendite erzielt.<sup>235</sup> Daraus lässt sich eine weitere Fragestellung ableiten.

---

<sup>231</sup>Vgl. Edwards und Swidler (2005), S. 315–316, und Bernard und Boyle (2007), S. 25 sowie 36–38.

<sup>232</sup>Vgl. Rieger (2008a), S. 12–15, sowie Hens und Rieger (2009), S. 24–25.

<sup>233</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1128–1130.

<sup>234</sup>Vgl. Hens und Rieger (2009), S. 22–24.

<sup>235</sup>Vgl. Odean (1998), S. 1887–1893.

### **Fragestellung 3**

Erzielen sich überschätzende Anleger tiefere Renditen als Anleger, die ihr Wissen über Strukturierte Produkte unterschätzen oder korrekt einschätzen?

Die durch den Reflection Effect beeinflusste Nutzenfunktion der Cumulative Prospect-Theorie zeigt, dass Anleger Verluste stärker gewichten als entsprechende Gewinne. Ein Individuum fürchtet sich daher stärker vor Verlusten, als es sich über entsprechende Gewinne freut. Aufgrund dieser Angst eines Investors vor Verlusten können Kapitalschutzprodukte ohne Cap mit ihrem konvexen Auszahlungsprofil<sup>236</sup> Nutzen für einen Anleger stiften. Kapitalschutzprodukte schützen Anleger vor Verlusten, lassen ihn aber dennoch an Kursgewinnen teilhaben. Demgegenüber können Produkte mit einem symmetrischen Auszahlungsprofil (Partizipationsprodukte) sowie Produkte mit einem konkaven Auszahlungsprofil (Renditeoptimierungsprodukte) gemäss der Cumulative Prospect-Theorie keinen Nutzen für den Anleger schaffen, da sie die Verlustmöglichkeiten nicht beschränken.<sup>237</sup> In der empirischen Untersuchung wird deshalb in der Fragestellung 4 analysiert, ob Anleger Produkte mit konvexen Auszahlungsprofilen gegenüber anderen Produkttypen präferieren.

### **Fragestellung 4**

Bevorzugen Anleger Produkttypen mit konvexen Auszahlungsprofilen gegenüber Produkten mit konkaven oder symmetrischen Profilen?

Der Endowment Effekt dürfte ein weiteres Phänomen sein, weshalb Kapitalschutzprodukte gekauft werden. Beim Kauf eines Kapitalschutzprodukts verzichtet der Anleger auf den Zins einer in Risiko und Laufzeit vergleichbaren Obligation. Der Anleger nimmt den Verzicht jedoch nicht als Vermögensverlust wahr, sondern nur als entgangenen Gewinn. Laut der Cumulative Prospect-Theorie verursacht der entgangene Gewinn einen kleineren Disnutzen als eine Ausgabe in derselben Höhe. Im Vergleich zu einem Anleger, welcher sein Produkt selbst erstellen und für die Optionsstrategie bezahlen müsste, führt dies dazu, dass der Verzicht auf die Zinsen für ihn nur einen geringen Nutzenverlust darstellt. Daher erscheint ein Kapitalschutzprodukt für einen Anleger attrakti-

---

<sup>236</sup>Ausführliche Informationen zu diesem Produkttyp findet sich in Abschnitt 3.3.1.

<sup>237</sup>Vgl. Hens und Rieger (2009), S. 21.

ver als es in Wirklichkeit ist.

Der Framing Effekt besagt, dass die Darstellung von komplexen und intransparenten Entscheidungssituation einen Einfluss auf das Verhalten von Entscheidungsträgern hat.<sup>238</sup> Bei Strukturierten Produkten zeigt sich dieser Effekt z.B. bei Discount-Zertifikaten und Reverse Convertibles<sup>239</sup>. Aus ökonomischer Sicht gibt es zwischen diesen Produkttypen kaum Unterschiede; aus steuerlicher Sicht indessen sind Discount-Zertifikaten mit einer Laufzeit kleiner als einem Jahr den Reverse Convertible überlegen, da bei Discount-Zertifikaten keine steuerliche Belastung anfällt. Die Anleger scheinen jedoch die Steuervorteile nicht zu beachten, waren doch an der Schweizer Börse für Strukturierte Produkte Ende des Jahres 2009 mehr als zehn Mal so viele Reverse Convertibles als Discount-Zertifikate kotiert. Ein Grund für die Bevorzugung von Reverse Convertibles könnte die Auszahlung eines hohen Coupons sein, welcher im Vergleich zum Abschlag beim Discount-Zertifikat deutlich attraktiver erscheint.

Die Beschreibung eines Produkts hat ebenfalls einen Einfluss auf das Kaufverhalten von Anlegern. Döbeli und Vanini konnten in ihrem Artikel nachweisen, dass eine für den Kunden verständliche Beschreibung im Vergleich zu einer heute vorherrschenden technischen Darstellung zu einem erhöhten Kaufinteresse führt. Dieser Effekt lässt sich vor allem bei Erst-Käufern von Strukturierten Produkten beobachten.<sup>240</sup>

Mental Accounting kann eine weitere Erklärung sein, weshalb Anleger Reverse Convertibles Discount-Zertifikaten vorziehen. Anhand der Behavioral Finance kann begründet werden, dass Aktionäre Dividenden gegenüber Aktienrückkäufen präferieren. Dividenden werden demjenigen Konto zugeordnet, welches für den Konsum verwendet werden darf, während Geld aus Aktienrückkäufen als Vermögen gilt, welches gespart werden sollte.<sup>241</sup> Eine analoge Überlegung lässt sich auch bei Strukturierten Produkten anstellen. Anleger bevorzugen Reverse Convertibles gegenüber Discount-Zertifikaten, da Reverse Convertibles einen hohen Coupon ausschütten, den sie gedanklich – wie Dividenden – ihrem Konsumbudget zuordnen. Der Abschlag bei Discount-Zertifikaten wird eher als ein Aktienrückkauf empfunden und darf daher mental nicht für den Konsum verwendet werden.

---

<sup>238</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1986), S. 270–275.

<sup>239</sup>Informationen zu beiden Produkttypen sind in den Abschnitten 3.2.1 und 3.2.3 zu finden.

<sup>240</sup>Vgl. Döbeli und Vanini (2007), S. 15–16.

<sup>241</sup>Vgl. Shefrin (2007), S.114–115.



## 4.5 Weitere Fragestellungen für die empirische Untersuchung

Für die Erstellung des Fragebogens der repräsentativen Umfrage wurden neben den in Abschnitt 4.2 sowie 4.4 beschriebenen, theoretisch abgeleiteten Hypothesen auch zusätzliche Fragestellungen formuliert.

Strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, weshalb es von Interesse ist, ob Anleger sich ausreichend über Strukturierte Produkte informieren können.

### **Fragestellung 5**

Wissen Besitzer von Strukturierten Produkten mehr über diese Produkte als Personen, die zwar den Begriff Strukturierte Produkte schon einmal gehört haben, aber noch nie im Besitz eines Strukturierten Produkts waren?

Zudem soll die Frage geklärt werden, wie die Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten das Kaufinteresse eines Anlegers beeinflusst.

### **Fragestellung 6**

Führt eine positive Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten zu einem verstärkten Kaufinteresse?

Die Komplexität eines Strukturierten Produktes überfordert viele Anleger, daher nehmen Anleger professionelle Hilfe z.B. von Bankkundenberatern oder Vermögensverwaltern in Anspruch. Von Interesse ist deshalb, ob diese professionelle Hilfe dem Anleger auch finanzielle Vorteile bringt. Daraus lässt sich folgende Fragestellung ableiten.

### **Fragestellung 7**

Erzielen Anleger, die von einem Bankkundenberater unterstützt werden, mit dem Kauf von Strukturierten Produkten höhere Renditen als Anleger, welche selbst oder mithilfe von Freunden ihre Entscheidungen treffen?

Schliesslich soll nach Gründen von Anlegern gefragt werden, weshalb sie sich gegen den Kauf von Strukturierten Produkten entschieden haben.

### **Fragestellung 8**

Kaufen Anleger keine Strukturierten Produkte, weil sie aufgrund zu hoher Kosten oder der Intransparenz kein Vertrauen in diese Produkte haben?



## 5 Empirische Untersuchung des Bekanntheitsgrades und der Wahrnehmung von Strukturierten Produkten

Im Gegensatz zu traditionellen Anlageinstrumenten wie Aktien oder Immobilien sind Strukturierte Produkte neuere Finanzinstrumente und daher weniger bekannt. Repräsentative Studien aus den Jahren 2007 bis 2009 zeigen, dass dennoch beinahe drei Viertel der Schweizer Bevölkerung zwischen 20 und 74 Jahren schon einmal von Strukturierten Produkten gehört haben.<sup>242</sup> Für eine vertiefte Analyse des Entscheidungsverhaltens von Privatanlegern eignen sich diese Studien jedoch nicht, da zu wenig detaillierte Daten erhoben wurden. Im Rahmen dieser Arbeit wurde deshalb eine ausführliche, spezifisch auf die Forschungsfragen ausgerichtete Befragung durchgeführt.

Zunächst wird in diesem Kapitel auf Methodik und Struktur der für die empirische Analyse genutzten Befragung eingegangen, und es werden die notwendigen statistischen Grundlagen für das Verständnis der Analyse der Umfrageresultate geschaffen.

### 5.1 Konzeption der Datenerhebung

Der in der Umfrage eingesetzte Fragebogen wurde mit Unterstützung der Bank Vontobel von einem Projektteam des Instituts für schweizerisches Bankwesen unter der Leitung des Autors der vorliegenden Arbeit für die Studie *Strukturierte Produkte in der Schweiz 2008*<sup>243</sup> sowie das Dissertationsprojekt erarbeitet. Der Fragebogen lehnt sich aus Gründen der Vergleichbarkeit der Resultate an die ebenfalls vom Institut für schweizerisches Bankwesen verfasste, zweijährlich erscheinende Studie *Aktienbesitz in der Schweiz*<sup>244</sup> an. Dies ermöglicht es, einen Vergleich zwischen dem Verhalten bei Anlagen in Aktien und in Strukturierte Produkte zu ziehen sowie die Umfrageergebnisse in einzelnen Punkten zu verifizieren.

---

<sup>242</sup>In diesen jährlich durchgeführten Marktstudien werden im Gegensatz zu dieser Arbeit unter dem Begriff Strukturierte Produkte auch andere Instrumente wie Derivate, Optionen oder Futures subsumiert. Vgl. Cash (2008), S. 8 und Cash (2009), S. 8.

<sup>243</sup>Informationen und Bezugsmöglichkeiten der Studie sind unter folgender Internetadresse zu finden: <http://www.isb.uzh.ch/sp>.

<sup>244</sup>Zu dieser Studie sind weitere Informationen auf folgender Website verfügbar: <http://www.isb.uzh.ch/publikationen/equity>.

### 5.1.1 Methodik der Befragung

Die repräsentative Umfrage wurde im Mai/Juni des Jahres 2008 vom Markt- und Sozialforschungsinstituts LINK als Telefonbefragung durchgeführt. Adressiert wurden ausschliesslich Personen im Alter zwischen 18 und 74 Jahren, welche in ihrem Haushalt entweder alleine oder gemeinsam mit ihrem Partner die finanziellen Entscheidungen treffen. Insgesamt wurde mit 2'304 Personen ein vollständiges Interview geführt.

Die telefonische Befragung erfolgte in zwei Phasen. Zunächst wurde die repräsentative Basisumfrage mit 2'001 Befragten durchgeführt. Mittels eines Quotenverfahrens wurde eine für die Schweiz repräsentative Verteilung der befragten Personen nach Geschlecht, Sprachregion und Alter erreicht.<sup>245</sup> In einer nachfolgenden Boostumfrage wurden zusätzlich Daten von 303 Personen erhoben.<sup>246</sup> Befragt wurden in der Boostumfrage ausschliesslich Personen, die zum Zeitpunkt der Befragung oder aber früher einmal im Besitz von Strukturierten Produkten waren.

### 5.1.2 Aufbau und Struktur der Befragung

Neben der Erfassung von demografischen Daten wie Alter, Geschlecht oder Vermögen wurden die Befragten zu Beginn der Umfrage in zwei Hauptgruppen unterteilt. Dabei wurde die Frage, ob die Befragten Strukturierte Produkte kennen oder nicht, als Kriterium für die Unterteilung verwendet.

- **Kenner:** Befragte, welchen entweder einer der Begriffe „Strukturiertes Produkt“, „Kapitalschutz-“, „Renditeoptimierungs-“ und „Partizipationsprodukt“<sup>247</sup> oder die Definition von Strukturierten Produkten<sup>248</sup> bekannt ist.
- **Nicht-Kenner:** Befragte, welche weder einen der vier zuvor erwähnten

<sup>245</sup>Genaue Angaben zu den Verteilungen nach Geschlecht, Sprachregion und Alter sind in Anhang 1 zu finden.

<sup>246</sup>Bei einer Boostumfrage werden gezielt Personen befragt, die zu einer bestimmten, zahlenmässig meist kleinen Gruppe gehören. Damit lässt sich die statistische Aussagequalität innerhalb dieser Gruppe erhöhen.

<sup>247</sup>Die Swiss Derivate Map des Schweizerischen Verbandes für Strukturierte Produkte umfasst und berücksichtigt mit den Hebelprodukten noch eine vierte Kategorie. Aufgrund der in dieser Arbeit verwendeten Definition werden diese jedoch nicht zu den Strukturierten Produkten gezählt und daher in der Umfrage nicht berücksichtigt. Vgl. Abschnitt 1.4.

<sup>248</sup>Diese Definition lehnt sich an diejenige des Schweizerischen Verbandes für Strukturierte Produkte an, die in dieser Arbeit in Abschnitt 1.4 verwendet wurde. Der exakte Wortlaut der Definition findet sich in Anhang 2.

Begriffe kennen noch aufgrund der vorgelesenen Definition Strukturierte Produkte erkannt haben.

Die Hauptgruppe der Kenner wurde weiter in drei Untergruppen unterteilt. Unterschieden wird zwischen zum Zeitpunkt der Umfrage aktuellen und vormaligen Besitzern von Strukturierten Produkten sowie Personen, welche diese Produkte noch nie in ihrem Portfolio hatten.<sup>249</sup>

- **Besitzer:** Befragte, welche angaben, zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz von Strukturierten Produkten oder einer der Produktkategorien Kapitalschutz, Renditeoptimierung oder Partizipation gewesen zu sein.
- **Ex-Besitzer:** Befragte, welche angaben, früher einmal Strukturierte Produkte oder eine der Produktkategorien besessen zu haben, sich zum Zeitpunkt der Umfrage jedoch nicht mehr im Besitz eines der genannten Anlageinstrumente zu befinden.
- **Noch-Nie-Besitzer:** Befragte der Gruppe der Kenner, die noch nie im Besitz eines Strukturierten Produkts oder einer der Produktkategorien gewesen sind.

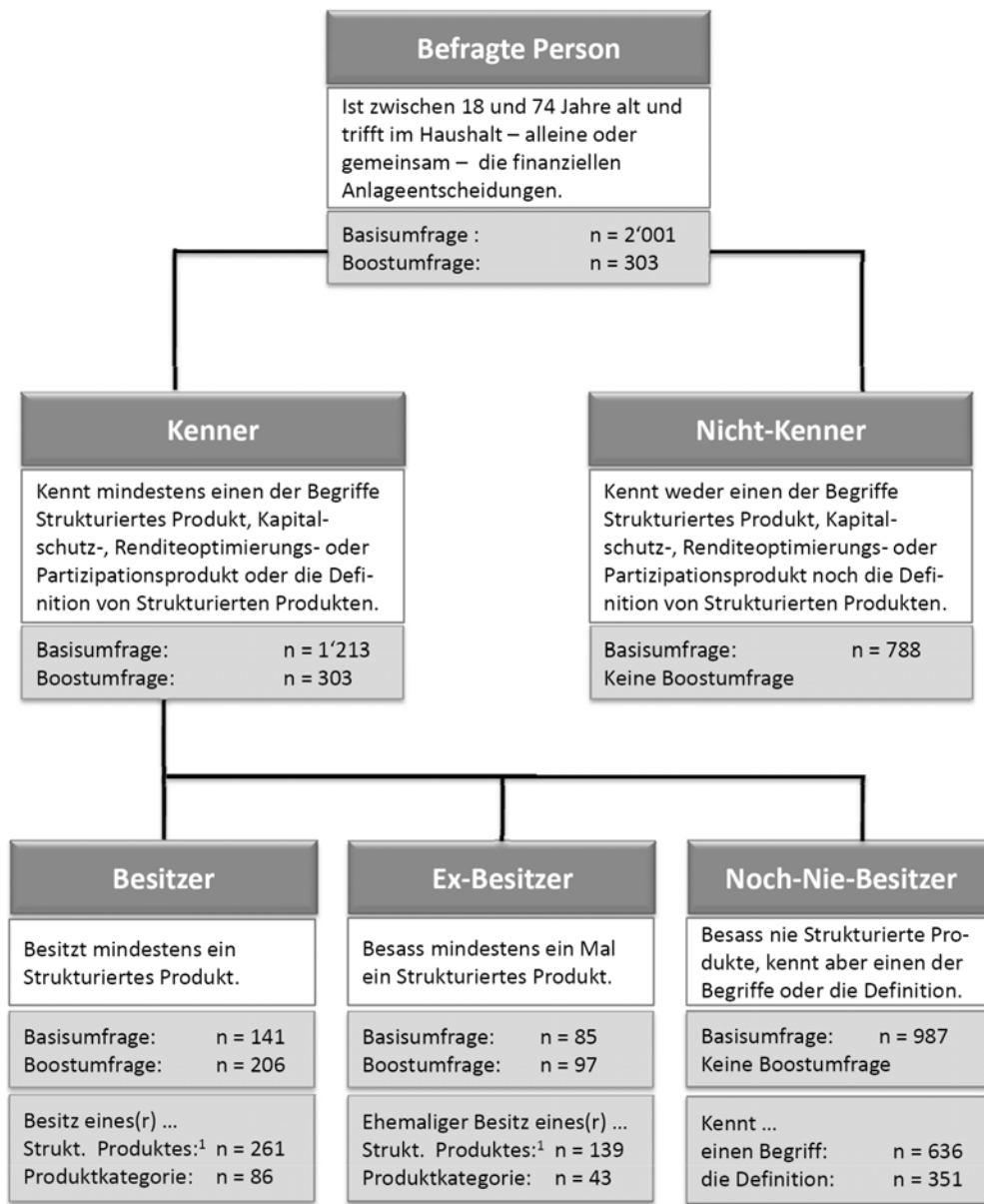
Abbildung 35 stellt die beschriebene Unterteilung und die Anzahl der befragten Personen pro Haupt- und Untergruppe dar, aufgeteilt in Basis- und Boostumfrage. Bei der weiteren Aufgliederung der Kenner wird zudem aufgezeigt, wie viele Befragte aufgrund welchen Kriteriums einer der Untergruppen zugeordnet werden. Bei den Besitzern und Ex-Besitzern wird zwischen der Aussage der Befragten unterschieden, ob sie sich im Besitz eines Strukturierten Produkts oder einer der Produktkategorien befanden. Zur Vermeidung von Doppelzählungen werden Befragte, die angaben, sowohl Strukturierte Produkte als auch eine der Produktkategorien zu besitzen oder besessen zu haben, zu den Besitzern bzw. Ex-Besitzern von Strukturierten Produkten gezählt. Bei der Untergruppe der Noch-Nie-Besitzer wird zwischen den nur die Definition kennenden Befragten und denjenigen, die mindestens einen der vier Begriffe gekannt haben, unterschieden.

Jeder Befragte kann so eindeutig einer der vier Gruppen Besitzer, Ex-Besitzer, Noch-Nie-Besitzer und Nicht-Kenner zugeordnet werden. Diese vier Gruppen

---

<sup>249</sup>Das Ablaufdiagramm in Anhang 3 zeigt die exakte Formulierung und Abfolge der Fragen sowie die Entscheidungskriterien, welche für die Unterteilung zwischen den Haupt- sowie den Untergruppen verwendet wurden.

Abbildung 35: Struktur der Befragung



<sup>1</sup> Falls ein Besitzer/Ex-Besitzer sowohl Strukturierte Produkte als auch mindestens eine Produktkategorie hält/hielt, wird er der Kategorie „(Ehemaliger) Besitz eines Strukturierten Produktes“ zugeordnet.

werden fortan als Besitzgruppen bezeichnet.

Die Befragung ist folgend in vier thematische Blöcke unterteilt. Zunächst werden alle Teilnehmenden zu ihrer Risikoneigung, ihren allgemeinen Kenntnissen über Finanzmärkte sowie Anlageinstrumente und zu ihren finanziellen Anla-

gen befragt. Während bei Nicht-Kennern nur das Interesse an Strukturierten Produkten ermittelt wird, werden bei den Kennern auch die Risikoeinschätzung und die Wahrnehmung von Strukturierten Produkten erhoben. Um aufzuzeigen, wie sich die Schweizer Bevölkerung bei Investitionen in Strukturierte Produkte verhält, werden zuletzt bei der Gruppe der Kenner noch Daten zum Entscheidungsverhalten erhoben.

## 5.2 Statistische Grundlagen zur Datenanalyse

Zur Erleichterung des Verständnisses der Analyse der Umfragedaten wird in diesem Abschnitt auf die wichtigsten in dieser Arbeit verwendeten statistischen Methoden für die Auswertung von Daten aus Befragungen eingegangen. Diese sind im Gegensatz zu Aktienkursen oder Zinssätzen selten metrisch skaliert. Daher müssen für die statistische Analyse von ökonomischen Zusammenhängen Methoden angewandt werden, die für die Auswertung von nominal oder ordinal skalierten Daten geeignet sind.<sup>250</sup>

### 5.2.1 Chi-Quadrat-Test und Cramér's V

Der Chi-Quadrat-Test ( $\chi^2$ -Test) wird verwendet, um den Zusammenhang zwischen zwei diskreten Variablen wie z.B. der Alterskategorie und der Besitzgruppe statistisch zu untersuchen. Im Verfahren dieses Signifikanztests wird kontrolliert, ob der im Datensample beobachtete Chi-Quadrat-Wert grösser als der statistisch erwartete, von der Anzahl an Freiheitsgraden abhängige Chi-Quadrat-Wert ist. Falls dies der Fall ist, kann davon ausgegangen werden, dass die beiden kontrollierten Variablen einen statistischen Zusammenhang aufweisen.<sup>251</sup>

Mit dem Chi-Quadrat-Test kann jedoch die Stärke des Zusammenhangs zwischen den beiden diskreten Variablen nicht ermittelt werden. Für diese Quantifizierung existieren verschiedene Kennzahlen. In dieser Arbeit wird der in der Literatur häufig erwähnte Koeffizient V, auch Cramér's V genannt, verwendet.<sup>252</sup> Ähnlich wie die Korrelation bei metrischen Daten ist das Cramér's V ein standardisiertes Mass, welches Werte zwischen Null und eins annehmen kann. Je näher der beobachtete Wert bei eins zu liegen kommt, desto stärker ist der sta-

---

<sup>250</sup>Vgl. Schumann (2006), S. 21–22.

<sup>251</sup>Vgl. Schumann (2006), S. 205–206.

<sup>252</sup>Vgl. Schumann (2006), S. 213.

tistische Zusammenhang zwischen den analysierten Variablen.<sup>253</sup> Bei ordinalen Daten kann auch das Kendall Tau als Mass für die Stärke des Zusammenhangs zweier Variablen verwendet werden.<sup>254</sup>

### 5.2.2 Logistische und ordinale Regression

Für die Analyse von nominal oder ordinal skalierten abhängigen Variablen ist die Anwendung einer linearen Regression nicht sinnvoll. Daher sollte bei nominal skalierten Variablen wie z.B. den Besitzgruppen die logistische und bei ordinal skalierten Daten wie z.B. dem Ausbildungsstand die ordinale Regression verwendet werden.<sup>255</sup>

Ähnlich wie bei der linearen Regression kann ebenfalls der Einfluss der unabhängigen Variablen auf die abhängige Variable festgestellt werden.<sup>256</sup> Analog zum Determinationskoeffizienten  $R^2$  bei linearen Regressionen existieren bei der logistischen und ordinalen Regression Masse zur Quantifizierung der Güte der angewandten Regression. Die am häufigsten verwendeten Determinationskoeffizienten (Pseudo- $R^2$ ) sind diejenigen von McFadden, von Cox und Snell sowie von Nagelkerke. Werte über 0.2 sind bei allen drei Massen akzeptabel und Werte grösser als 0.4 gelten als gut.<sup>257</sup> Der Wert des Pseudo- $R^2$  gibt – ähnlich wie bei der linearen Regression – den Anteil der durch die logistische Regression erklärten Varianz an.<sup>258</sup>

### 5.2.3 Mängel der verwendeten statistischen Methoden

Die Anwendung der in der vorliegenden Arbeit verwendeten statistischen Methoden kann bei der Interpretation der Ergebnisse der empirischen Analyse Probleme ergeben. Auf zwei mögliche Problemfelder, die Nichtberücksichtigung relevanter Variablen und die Kausalität zwischen den Variablen, wird folgend eingegangen, deren sich der Leser bei der Lektüre der Interpretation der Resultate bewusst sein sollte.

#### Nichtberücksichtigung relevanter Variablen

<sup>253</sup>Vgl. Benninghaus (2005), S. 212–218.

<sup>254</sup>Vgl. Benninghaus (2005), S. 245–254.

<sup>255</sup>Vgl. Schumann (2006), S. 238–239, und Fahrmeir, Künstler, Pigeot und Tutz (2003), S. 504–506.

<sup>256</sup>Ein kompakte Darstellung der wichtigsten Aspekte der beiden Regressionen findet sich in Kapitel 3 des Buches *Methodik der empirische Forschung*. Vgl. Rohrlack (2007), S. 199–214.

<sup>257</sup>Vgl. Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003), S. 447–448.

<sup>258</sup>Vgl. Raithel (2008), S. 176–177.



Sowohl bei der Analyse von Zusammenhängen mittels des Chi-Quadrat-Tests als auch bei den logistischen und ordinalen Regressionen muss beachtet werden, dass die Resultate durch die Nichtberücksichtigung relevanter Variablen und die dadurch entstehende Endogenität der erklärenden Variablen verzerrt sein können. Insbesondere bei den demografischen Auswertungen wird versucht, dieses Problem mit dem Einbezug von Kontrollvariablen zu entschärfen.<sup>259</sup>

### **Kausalität zwischen den Variablen**

Mit den verwendeten statistischen Methoden kann zudem nicht ermittelt werden, welche Wirkung die Variablen aufeinander haben. So kann nicht geklärt werden, ob Variable A die Variable B beeinflusst oder umgekehrt oder ob allenfalls eine Wechselwirkung zwischen den Variablen besteht. Ein Beispiel ist der Einfluss des Wissensstands auf die Zugehörigkeit zu einer Besitzgruppe. Unklar ist, ob ein Anleger ein Strukturiertes Produkt erwirbt, weil er viel über Strukturierte Produkte weiss oder ob er zunächst das Strukturierte Produkt kauft und sich erst später Wissen über dieses Anlageinstrument erwirbt.

## **5.3 Bekanntheitsgrad und Besitz von Strukturierten Produkten in der Schweiz**

In diesem Abschnitt werden Unterschiede zwischen den Besitzgruppen aufgezeigt und diese auf ihre statistische Signifikanz hin überprüft. Zudem wird der Bekanntheitsgrad von Strukturierten Produkten sowie der Produktkategorien im Vergleich zu anderen Anlageinstrumenten wie Aktien oder Obligationen thematisiert. Schliesslich wird noch analysiert, ob den Umfrageteilnehmern die von den Emittenten als Marketing-Instrument genutzten Produktnamen bekannt sind.

### **5.3.1 Bekanntheitsgrad sowie Besitz unterschiedlicher Anlageinstrumente**

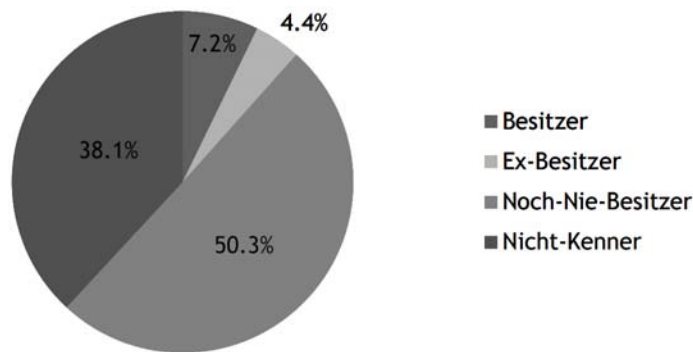
Zum Zeitpunkt der Befragung waren über 7% der Schweizer Bevölkerung zwischen 18 und 74 Jahren, welche für die finanziellen Entscheidungen in ihrem Haushalt verantwortlich sind, im Besitz mindestens eines Strukturierten Produkts, und etwas mehr als 4% hatten früher einmal Strukturierte Produkte in ihrem Depot ( $\leftrightarrow$  Abbildung 36). Mehr als die Hälfte der Schweizer Bevölke-

---

<sup>259</sup>Vgl. Wooldridge (2002), S. 50-51 sowie 105-107.

rung hat schon von einem der Begriffe Strukturiertes Produkt, Kapitalschutz-, Renditeoptimierungs- und Partizipationsprodukt gehört oder kennt die in der Umfrage verwendete Definition, hat jedoch noch nie in eines der genannten Produkte investiert. Zusammen ergeben Besitzer, Ex-Besitzer und Noch-Nie-Besitzer mit 62% die Gruppe der Kenner, während 38% Nicht-Kenner sind.

Abbildung 36: Besitzgruppen (N=2'001)



Die in Abbildung 36 dargestellten Daten werden auch durch weitere repräsentativen Studien bestätigt. Eine im Auftrag der Zeitung Cash durchgeführte Umfrage zeigt, dass sich der Anteil an Besitzern seit 2007 kaum verändert hat.<sup>260</sup> Auch der Anteil von Strukturierten Produkten am Vermögen in Depots bei Schweizer Banken reduzierte sich von 6.7% im Mai 2008 auf 5.5% im Dezember 2009 nur leicht.<sup>261</sup> Dies verdeutlicht, dass sich das Verhalten der Anleger durch die grosse Finanzkrise 2007 und den Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 wenig geändert hat.

Bei der folgenden Analyse wird die in Abbildung 35 dargestellte Unterteilung der Befragten nach Besitzgruppen auch für andere, nicht strukturierte Anlageinstrumente verwendet. Der Anteil an Nicht-Kennern ist bei Strukturierten Produkten im Vergleich zu traditionellen Anlageinstrumenten wie Aktien oder Obligationen sehr hoch (↔Tabelle 1). Dies hängt auch damit zusammen, dass in der Schweiz erst 1991 das erste Strukturierte Produkt emittiert wurde. Der Bekanntheitsgrad von Derivaten und der Anteil an Besitzern ist im Vergleich zu Strukturierten Produkten deutlich tiefer, obwohl die ersten Derivate in den

<sup>260</sup>Der Anteil betrug im Jahr 2007 9% und in den Jahren 2008 sowie 2009 je 8%. Vgl. Cash (2007), S. 9 und Cash (2009), S. 9.

<sup>261</sup>Dieser Rückgang kann teilweise auf die Kursverluste der Basiswerte zurück geführt werden. So reduzierte sich z.B. der Anteil an Aktien in den Depots im gleichen Zeitraum von 35.4% auf 33.5%. Vgl. Schweizerische Nationalbank (2009).

USA schon 1973 organisiert gehandelt wurden<sup>262</sup> und in der Schweiz die erste Handelsplattform für Derivate, die Swiss Options and Futures Exchange, im Juni 1988 ihren Betrieb aufnahm.<sup>263</sup>

Tabelle 1: Besitzgruppen von ausgewählten Anlageinstrumenten

|              | <b>Besitzer<br/>von ...</b> | <b>Ex-Besitzer<br/>von ...</b> | <b>Noch-Nie-Besitzer<br/>von ...</b> | <b>Nicht-Kenner<br/>von ...</b> |
|--------------|-----------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|
| Aktien       | 31.8%                       | 12.0%                          | 51.2%                                | 5.0%                            |
| Obligationen | 21.2%                       | 15.5%                          | 49.3%                                | 14.0%                           |
| Derivaten    | 3.6%                        | 4.5%                           | 30.6%                                | 61.3%                           |

N=2'001

Nach dem Vergleich der Verbreitung und des Bekanntheitsgrades von Strukturierten Produkten mit anderen Anlageinstrumenten wird folgend auf Unterschiede zwischen den Besitzgruppen bei ausgewählten demografischen Merkmalen der befragten Bevölkerung eingegangen. In Tabelle 2 sind die statistisch signifikanten Unterschiede zwischen den Besitzgruppen sichtbar.

Deutlich zeigt sich, dass mit zunehmendem Vermögen sowohl der Anteil an Kennern wie auch an Besitzern steigt. Während in der höchsten Vermögensklasse nur 10% der Befragten noch nie etwas von Strukturierten Produkten gehört haben und beinahe 40% Strukturierte Produkte besitzen, beträgt in der tiefsten Vermögensklasse der Anteil der Nicht-Kenner 45% und derjenige der Besitzer nur knapp 3%. Bei der Unterteilung nach Geschlecht wird ersichtlich, dass Männer viel häufiger Strukturierte Produkte besitzen oder besaßen als Frauen. Zudem ist der Anteil der Nicht-Kenner bei den weiblichen Befragten mit 44% deutlich höher als bei den männlichen (32%).<sup>264</sup> Diese Tendenz gilt in der Schweiz jedoch nicht nur für Anlagen in Strukturierte Produkte, sondern auch bei Investitionen in Aktien.<sup>265</sup>

Zwischen dem Alter oder dem letzten Schulabschluss und der Besitzgruppe existieren isoliert betrachtet ebenfalls statistisch signifikante Zusammenhänge. Jedoch verschwindet diese Signifikanz, wenn das Vermögen in die Analyse einbezogen wird. Dies bedeutet, dass nicht das Alter oder der Schulabschluss, sondern das Vermögen einen Einfluss darauf hat, ob eine Person Strukturierte Produkte kennt und besitzt. Dabei gilt es noch zu ergänzen, dass zwischen dem Vermö-

<sup>262</sup>Vgl. Hull (2006), S. 2.

<sup>263</sup>Vgl. R. T. Meier und Sigrist (2006), S. 129.

<sup>264</sup>Beiden Merkmalen gemein ist, dass die Stärke des Zusammenhangs mit einem Cramérs V-Wert unter 0.2 zwar signifikant, aber nicht sehr deutlich ist.

<sup>265</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 13–16.

Tabelle 2: Besitzgruppen nach Vermögen und Geschlecht

|                             | <b>Besitzer</b> | <b>Ex-Besitzer</b> | <b>Noch-Nie-Besitzer</b> | <b>Nicht-Kenner</b> |
|-----------------------------|-----------------|--------------------|--------------------------|---------------------|
| <b>Vermögen</b> (N=1'581)   |                 |                    |                          |                     |
| <100'000 CHF                | 2.7%            | 2.8%               | 50.1%                    | 44.5%               |
| 100'000–500'000 CHF         | 11.1%           | 6.1%               | 52.8%                    | 30.0%               |
| 500'001–1 Mio. CHF          | 20.0%           | 10.0%              | 51.0%                    | 19.0%               |
| >1 Mio. CHF                 | 38.1%           | 7.1%               | 45.2%                    | 9.5%                |
| <b>Geschlecht</b> (N=2'001) |                 |                    |                          |                     |
| weiblich                    | 4.4%            | 2.7%               | 48.6%                    | 44.3%               |
| männlich                    | 10.3%           | 6.3%               | 52.0%                    | 31.5%               |

gen einer Person und dem Alter oder der Qualität des letzten Schulabschlusses wiederum signifikante Zusammenhänge bestehen.<sup>266</sup> Dies führt dazu, dass der Anteil Besitzer und Kenner bei älteren Befragten und Personen mit einem höheren Schulabschluss höher ist.

Tabelle 3 zeigt die Resultate einer multinomial logistischen Regression, die erklärt, welche demografischen Daten die Gruppe der Besitzer charakterisieren. Als erklärende Variablen wurden das Geschlecht, die Schulbildung, die Vermögenskategorien, die Sprachregion, die Alterskategorien und eine Dummy-Variable, ob eine Person ein Anleger ist oder nicht, verwendet.<sup>267</sup> Die Regression macht sichtbar, dass nur das Geschlecht, die Vermögenskategorie sowie die Dummy-Variable einen signifikanten Einfluss auf die Zugehörigkeit zur Gruppe der Besitzer haben. Das Modell ist zwar statistisch signifikant, aber der Erklärungsgrad mit einem Nagelkerke-Koeffizienten von unter 0,2 eher gering. Diese Ergebnisse bestätigen die Resultate aus Tabelle 2. Männer, die ein grösseres Vermögen haben und im Besitz von anderen Anlagen sind, tendieren auch zum Kauf von Strukturierten Produkten. Hingegen hat die Ausbildung, die Sprachregion sowie das Alter keinen statistisch signifikanten Einfluss auf die Zugehörigkeit zu einer Besitzgruppe.

Die Resultate, die in Tabelle 2 von allen Befragten stammen, verändern sich kaum, falls nur Antworten von Personen berücksichtigt werden, die zum Zeitpunkt der Umfrage Geld in Finanzinstrumente investiert haben ( $\hookrightarrow$  Tabelle 4). Deutlich zu sehen ist, dass der Anteil an Besitzern von Strukturierten Produkten bei den Personen mit einem Vermögen von über 1 Mio. CHF höher ist als

<sup>266</sup> Beide  $\chi^2$ -Werte sind auf dem 99%-Konfidenzintervall signifikant.

<sup>267</sup> Als Anleger werden diejenigen Personen bezeichnet, die ihr Vermögen auch in andere Finanzinstrumente als Strukturierte Produkte angelegt haben. Nicht als Anleger gelten Befragte, die ihr gesamtes Vermögen auf einem Bankkonto haben.

Tabelle 3: Regressionen zur Erklärung der demografischen Merkmale der Besitzgruppen

|                  | $\chi^2$ -Werte | Effekt        |
|------------------|-----------------|---------------|
| Geschlecht       | 15.145***       | Männer        |
| Vermögen         | 47.237***       | Mehr Vermögen |
| Dummy _ Anleger  | 70.107***       | Anleger       |
| Schulbildung     | 13.836          |               |
| Sprachregion     | 7.783           |               |
| Alter            | 17.375          |               |
| Nagelkerke $R^2$ | 0.184           |               |
| N                | 1'524           |               |

derjenige bei den Anlegern mit einem Vermögen kleiner als 100'000 CHF. Der statistisch hoch signifikante  $\chi^2$ -Wert zeigt sogar einen positiven Zusammenhang zwischen dem Anteil an Besitzern und der Höhe des Vermögens, daher kann die Fragestellung 1<sup>268</sup> nur negativ beantwortet werden. Es scheint, dass der Aspekt der Transaktionskosten nicht berücksichtigt und die Möglichkeit der Konstruktion eines Strukturierten Produkts durch den Anleger selbst auch von vermögenden Personen nicht genutzt wird.

Tabelle 4: Besitzgruppen von Anlegern nach Vermögen

|                     | Besitzer | Ex-Besitzer | Noch-Nie-Besitzer | Nicht-Kenner |
|---------------------|----------|-------------|-------------------|--------------|
| <b>Vermögen</b>     |          |             |                   |              |
| <100'000 CHF        | 6.4%     | 3.8%        | 54.4%             | 35.5%        |
| 100'000–500'000 CHF | 14.0%    | 7.2%        | 54.3%             | 24.5%        |
| 500'001–1 Mio. CHF  | 23.5%    | 12.3%       | 51.9%             | 12.3%        |
| >1 Mio. CHF         | 39.0%    | 7.3%        | 43.9%             | 9.8%         |

N=829

### 5.3.2 Bekanntheitsgrad der Produktkategorien

Die drei Produktkategorien Kapitalschutz, Renditeoptimierung und Partizipation kennt knapp ein Drittel aller befragten Personen, wobei der Bekanntheitsgrad aller drei Kategorien ähnlich tief ist. Die bekannteste Kategorie sind die Partizipationsprodukte (32.5%), gefolgt von den Renditeoptimierungsprodukten (31.6%) und den Kapitalschutzprodukten mit 28.7%. Zudem zeigt sich, dass es vielen Befragten schwer fällt, den Begriff Strukturiertes Produkt und die Produktkategorien gedanklich zu verbinden. So haben 31% aller eine Produktkate-

<sup>268</sup> „Kaufen Anleger mit kleinen Vermögen eher Strukturierte Produkte als vermögendere Anleger?“ (siehe S. 83)

gorie kennenden Personen den Begriff Strukturiertes Produkt noch nie gehört. Und 43% aller Personen, die sich im Besitz einer der drei Produktkategorien befinden, wissen nicht, dass sie damit in Strukturierte Produkte investiert haben. Tabelle 5 verdeutlicht, dass die Hälfte der befragten Bevölkerung keine der drei Produktkategorien kennt. 40% haben schon einmal von einer oder zwei Kategorien gehört und nur gut ein Zehntel der Befragten kennt alle drei Kategorien. Diese Resultate lassen darauf schliessen, dass die Swiss Derivative Map einem Grossteil der Schweizer Bevölkerung nicht bekannt ist.

Tabelle 5: Anzahl bekannter Produktkategorien nach Besitzgruppen

|                     | Anzahl bekannter Kategorien |              |              |              |
|---------------------|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
|                     | 0                           | 1            | 2            | 3            |
| <b>Besitzgruppe</b> |                             |              |              |              |
| Besitzer            | 10.5%                       | 20.3%        | 28.0%        | <b>41.3%</b> |
| Ex-Besitzer         | 3.4%                        | 23.9%        | <b>47.7%</b> | 25.0%        |
| Noch-Nie-Besitzer   | 18.6%                       | <b>37.7%</b> | 29.6%        | 14.1%        |
| Nicht-Kenner        | 100.0%                      | —            | —            | —            |
| <b>Total</b>        | <b>48.4%</b>                | <b>21.5%</b> | <b>19.0%</b> | <b>11.1%</b> |

N=2'001

Zwischen den Besitzgruppen und der Anzahl bekannter Produktkategorien zeigt sich ein statistisch signifikanter Zusammenhang<sup>269</sup>, welcher sich in Tabelle 5 anhand der fett gesetzten Modalwerte zeigen lässt. Die häufigste Antwort bei den Besitzern ist, dass sie alle drei Kategorien kennen, während beinahe die Hälfte der Ex-Besitzer schon einmal von zwei Kategorien gehört hat. Die Noch-Nie-Besitzer haben am häufigsten geantwortet, dass ihnen nur eine der Produktkategorien bekannt ist.

Diese Resultate ändern sich nur geringfügig, falls in die Analyse nur Befragte miteinbezogen werden, welche zum Zeitpunkt der Umfrage in mindestens einem Anlageinstrument<sup>270</sup> investiert hatten. Wenig überraschend scheinen sich Besitzer intensiver als die anderen Besitzgruppen mit Strukturierten Produkten auseinanderzusetzen. Wie in Abschnitt 6.3.1 gezeigt wird, verwenden Besitzer auch deutlich mehr Zeit als Ex-Besitzer und Noch-Nie-Besitzer, um sich über Strukturierte Produkte zu informieren.

<sup>269</sup>Der  $\chi^2$ -Wert ist auf dem 99%-Niveau signifikant, und ein Wert von 0.5 für das Cramérs V deutet auf einen starken Zusammenhang zwischen der Anzahl bekannter Kategorien und der Besitzgruppe hin.

<sup>270</sup>Zu den Anlageinstrumenten werden für diese Analyse Aktien, Obligationen, Anlagefonds, Derivate und Strukturierte Produkte gezählt. Hingegen werden nur ein Bankkonto besitzende Personen in dieser Auswertung nicht berücksichtigt.

Wiederum weisen die schon zuvor verwendeten demografischen Merkmale einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Anzahl an bekannten Produktkategorien auf. Der stärkste Zusammenhang mit einem Cramérs  $V$  von 0.14 besteht bei der Höhe des Vermögens. Über ein Drittel aller Personen mit einem Vermögen über 1 Mio. CHF kennt alle Kategorien, während dieser Wert bei Personen mit einem Vermögen unter 100'000 CHF nur 7% beträgt.

### 5.3.3 Bekanntheitsgrad der Produktbezeichnungen

Während bei den Produktkategorien durch den Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte eine Vereinheitlichung der Bezeichnungen erreicht werden konnte, gibt es für einzelne Produkttypen eine Vielzahl an Produktbezeichnungen. Der Bekanntheitsgrad dieser häufig zur besseren Vermarktung gewählten Produktnamen<sup>271</sup> ist bedeutend geringer als derjenige der Kategorien. 87% aller Befragten kennen keinen einzigen Produktnamen und nur knapp 3% der Umfrageteilnehmer kennen aus jeder Kategorie mindestens eine Produktbezeichnung. Wie auch bei den Produktkategorien können knapp 40% aller einen Produktnamen kennenden Personen keine Verbindung zum Begriff Strukturiertes Produkt herstellen.

Zwischen den Besitzgruppen sind in Tabelle 6 deutliche Unterschiede festzustellen. Die Hälfte der Besitzer kennt mindestens eine Produktbezeichnung und einem Sechstel ist aus jeder Kategorie mindestens ein Produktnamen bekannt. Bei den Ex-Besitzern schwächt sich diese Kenntnis ab. Über 60% aller Ex-Besitzer kennen keinen einzigen Produktnamen und nur knapp 10% fanden aus jeder Produktkategorie eine ihnen bekannte Bezeichnung. Dieser Anteil beträgt bei den Noch-Nie-Besitzern nur 2%, während beinahe 85% aller Noch-Nie-Besitzer keine einzige Produktbezeichnung kannten.

Diese Resultate zeigen deutlich, dass sogar die Mehrheit der Besitzer die verwirrenden und einen Vergleich der Produkte erschwerenden Bezeichnungen kaum wiedererkennen und sich diese daher auch nicht zur Abgrenzung gegenüber den Konkurrenten eignen. Somit würde einer Vereinheitlichung der Produktbezeich-

---

<sup>271</sup> Stellvertretend für alle Namen wurden die Produktbezeichnungen von drei der zum Zeitpunkt der Umfrage wichtigsten Emittenten von börsenkotierten Strukturierten Produkten gewählt. Dazu zählen die Bank Vontobel, die UBS sowie die Zürcher Kantonalbank. Aus jeder Produktkategorie wurde ein umsatzstarkes Produkt jedes Emittenten ausgesucht. Diese drei Produktbezeichnungen wurden in der Umfrage den Befragten vorgelesen:

Kapitalschutzprodukte: Bonus Income Note, GROI, Protein

Renditeoptimierungsprodukte: Vonti, GOAL, Soft Runner

Partizipationsprodukte: Vconcert, PERLES, Proper.

Tabelle 6: Anzahl bekannter Produktbezeichnungen nach Besitzgruppen

|                     | Anzahl bekannter Bezeichnungen |             |             |             |
|---------------------|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|
|                     | 0                              | 1           | 2           | 3           |
| <b>Besitzgruppe</b> |                                |             |             |             |
| Besitzer            | 55.7%                          | 17.3%       | 10.7%       | 16.3%       |
| Ex-Besitzer         | 61.7%                          | 22.9%       | 6.8%        | 8.6%        |
| Noch-Nie-Besitzer   | 84.6%                          | 10.5%       | 2.6%        | 2.3%        |
| Nicht-Kenner        | 100.0%                         | —           | —           | —           |
| <b>Total</b>        | <b>87.0%</b>                   | <b>7.9%</b> | <b>2.4%</b> | <b>2.7%</b> |

N=2'001

nungen zur besseren Vergleichbarkeit der einzelnen Produkte für die Anleger – zumindest aus Kundensicht – nichts im Wege stehen.

Auffallend ist jedoch, dass 43% der Personen mit einem Vermögen über 1 Mio. CHF mindestens einen Produktnamen kennen und über einem Fünftel dieser Gruppe aus jeder Produktkategorie mindestens ein Name bekannt ist. Im Vergleich dazu kennen 91% aller Befragten mit einem Vermögen unter 100'000 CHF keine einzige Produktbezeichnung.

### 5.3.4 Wesentliche Erkenntnisse

Beinahe zwei Drittel der Schweizer Bevölkerung zwischen 18 und 74 Jahren ist schon einmal in Berührung mit Strukturierten Produkten gekommen, ein kleiner Teil als aktuelle (7.2%) oder ehemalige Besitzer (4.4%). Einen statistisch signifikanten Einfluss darauf, ob eine Person diese Anlageinstrumente besitzt, hat das Geschlecht sowie das Vermögen. Der Anteil an Besitzern ist bei Männern mit 10% deutlich höher als bei Frauen (4.4%). Mit zunehmendem Vermögen wächst dieser Anteil auf bis zu 38% bei Personen mit einem Vermögen über 1 Mio. CHF an. Regionale Unterschiede sind vor allem beim Bekanntheitsgrad von Strukturierten Produkten zu beobachten. In der Deutschschweiz kennen nur ein Drittel aller Befragten Strukturierte Produkte nicht, während in der Westschweiz und im Tessin beinahe die Hälfte der Bevölkerung Nicht-Kenner sind.

Über 60% der befragten Schweizer Bevölkerung kennen den Begriff Strukturier-tes Produkt, eine der drei Produktkategorien oder die Definition eines Strukturierten Produktes. Die Produktkategorien nach der Swiss Derivative Map sind hingegen nur knapp einem Drittel der Befragten bekannt, und nur 11% kennen alle drei Kategorien, die in der vorliegenden Arbeit zu den Strukturierten Produkten gezählt werden. Einen noch geringeren Bekanntheitsgrad weisen die



emittentenspezifischen Produktbezeichnungen auf.

Diese Resultate lassen den Schluss zu, dass noch viel Informationsarbeit zu leisten ist, damit Strukturierte Produkte für Privatanleger ein bekanntes Finanzinstrument werden. Insbesondere bei weiblichen Anlegern sowie bei Personen mit kleineren Vermögen, für welche Strukturierte Produkte eigentlich geeignet wären, sind noch deutliche Informationsdefizite festzustellen. Dabei sollte auf die spezifischen Produktbezeichnungen verzichtet werden und eine begriffliche Anpassung an die Swiss Derivative Map angestrebt werden. Diese für Anleger hilfreiche Darstellung der wichtigsten in der Schweiz gehandelten Produkte müsste jedoch noch weiter verbreitet werden, damit es potenziellen Anlegern ermöglicht wird, einen Überblick über die Anlageideen zu gewinnen, welche mit Strukturierten Produkten umgesetzt werden können.

## 5.4 Risikoneigung und finanzwirtschaftliche Kenntnisse

Nach der Einteilung in Besitzgruppen und der Aufbereitung der demografischen Daten werden in diesem Abschnitt die individuelle Risikoneigung sowie die finanzwirtschaftlichen Kenntnisse aller Befragten analysiert. Untersucht werden weiter die Kenntnisse der Besitzer, der Ex-Besitzer sowie der Noch-Nie-Besitzer über Strukturierte Produkte, und es wird ein Vergleich zwischen dem Wissen dieser Personen und der Selbsteinschätzung ihrer Kenntnisse vorgenommen. Aufgrund dieser Analysen soll aufgezeigt werden, ob bei Privatanlegern Wissenslücken bestehen und wie der Informationsstand verbessert werden könnte.

### 5.4.1 Selbsteinschätzung der individuellen Risikoneigung

Abbildung 37 zeigt die subjektive Einschätzung der persönlichen Risikoneigung der Befragten.<sup>272</sup> Statistisch signifikante Unterschiede sind zwischen den

---

<sup>272</sup>Die Begriffe zur Zuordnung der Risikoneigung entsprechen nicht denjenigen, die in der ökonomischen Theorie wie der Behavioral Finance verwendet werden, da bei der Erstellung des Fragebogens davon ausgegangen wurde, dass die wenigsten Befragten diese Begriffe im Sinne der Theorie korrekt verstehen würden.

Den Befragten wurde auf Nachfrage folgende Definitionen vorgelesen:

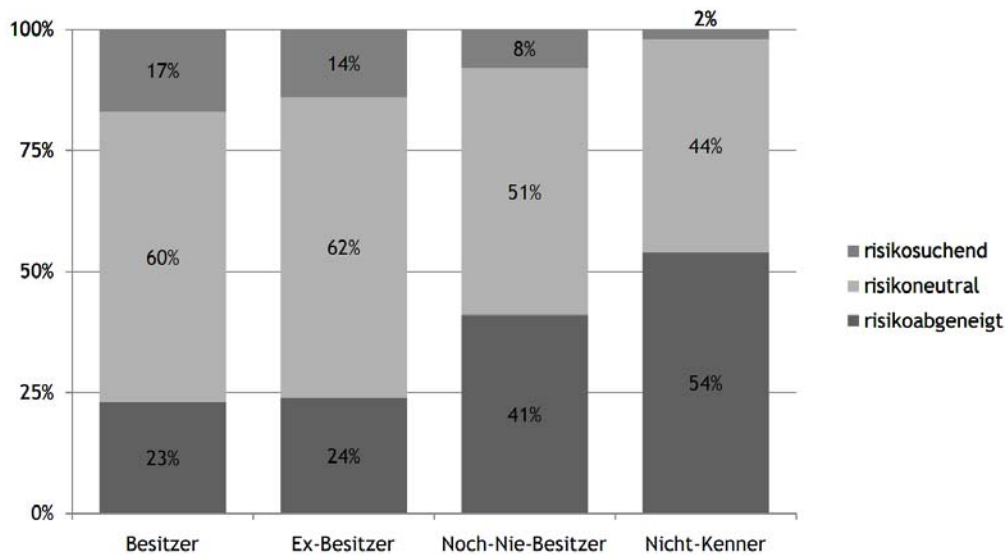
**Risikoabgeneigt:** „Sie sind auf Erhaltung Ihres Vermögens aus. Sie verzichten deshalb bewusst auf das Eingehen von Risiken und somit auch auf mögliche Renditechancen. Sie legen beispielsweise hauptsächlich in Obligationen an.“

**Risikoneutral:** „Sie gehen bewusst moderate Risiken ein, um eine höhere Rendite als bei einer Anlage in Obligationen zu erreichen. Sie legen beispielsweise einen Teil Ihres Vermögens auch in Aktien an.“

**Risikosuchend:** „Sie gehen bewusst grössere Risiken ein, um eine überdurchschnittliche Rendite zu erreichen. Sie haben beispielsweise Ihr Vermögen fast ausschliesslich in Aktien angelegt.“

Besitzgruppen festzustellen. So schätzt sich nur ein Viertel der Besitzer und Ex-Besitzer als risikoabgeneigt ein, während dieser Anteil bei den Noch-Nie-Besitzern 41% und bei den Nicht-Kennern sogar 54% beträgt. Hingegen sind Besitzer sowie Ex-Besitzer deutlich häufiger risikoneutral oder risikosuchend als insbesondere die Gruppe der Nicht-Kenner.

Abbildung 37: Subjektive Risikoneigung nach Besitzgruppen (N=1'121)



Deutlich zeigt sich, dass risikoabgeneigte Personen eher von einer Anlage in Strukturierte Produkte absehen. Dabei existieren auch für diese Anleger geeignete Instrumente wie Kapitalschutzprodukte, die ein ähnliches Risikoprofil aufweisen wie eine Obligation. Zusätzliche durch die Emittenten oder den Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte vermittelte Informationen könnten den potenziellen Anlegern aufzeigen, dass auch sehr risikoarme Strukturierte Produkte emittiert werden.

#### 5.4.2 Kenntnisse in allgemeinen Finanzfragen

Die befragte Bevölkerung schätzt ihr „Wissen und Know-how über Finanz- und Börsenfragen“ als mittel ein. Auf einer vierstufigen Skala von „kein Wissen“ bis „sehr gute Kenntnisse“ liegen sowohl Modus wie auch Median der Antworten bei „Basiskenntnisse“. Nur ein Fünftel der Bevölkerung sagt aus, dass sie über „gute Kenntnisse“ (16%) oder über „sehr gute Kenntnisse“ (4%) verfügt.

Um die Güte der Selbsteinschätzung zu überprüfen, wurden den Befragten vier

Aussagen<sup>273</sup> vorgelesen. Sie konnten den Aussagen zustimmen oder diese ablehnen. Tabelle 7 stellt die Selbsteinschätzung der Anzahl bejahter Aussagen gegenüber und zeigt, dass viele Personen ihre Kenntnisse korrekt einschätzen können. Die fett gesetzten Werte zeigen den Median in der jeweiligen Kategorie der individuellen Einschätzung. Dabei wird ein klares Muster deutlich. Je höher die Einschätzung der eigenen Kenntnisse, desto mehr Aussagen bejahten die Befragten. Dieser Zusammenhang wird auch durch einen hoch signifikanten  $\chi^2$ -Wert und ein hohes Cramérs V bestätigt.<sup>274</sup>

Tabelle 7: Gegenüberstellung Selbsteinschätzung und Anzahl bejahter Aussagen bei allgemeinen Börsenthemen

|                           | Anzahl bejahter Aussagen |              |              |              |              |
|---------------------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                           | 0                        | 1            | 2            | 3            | 4            |
| <b>Selbsteinschätzung</b> |                          |              |              |              |              |
| Kein Kenntnisse           | 28.6%                    | <b>49.5%</b> | 17.0%        | 4.1%         | 0.8%         |
| Basiskenntnisse           | 8.0%                     | 31.8%        | <b>38.6%</b> | 17.7%        | 3.9%         |
| Gute Kenntnisse           | 0.0%                     | 5.7%         | 17.7%        | <b>34.6%</b> | 42.0%        |
| Sehr gute Kenntnisse      | 0.0%                     | 2.0%         | 3.8%         | 13.7%        | <b>80.5%</b> |
| <b>Total</b>              | <b>10.1%</b>             | <b>29.6%</b> | <b>30.0%</b> | <b>17.8%</b> | <b>12.6%</b> |

N=1'130

Bei der Analyse der Besitzgruppen und ihren Kenntnissen in allgemeinen Börsenfragen wird deutlich, dass Besitzer sowie Ex-Besitzer einen höheren Wissensstand aufweisen als insbesondere die Gruppe der Nicht-Kenner. Je ein Drittel aller Befragten, die schon einmal im Besitz von Strukturierten Produkten waren, stimmte bei drei oder vier Aussagen zu. Von den Nicht-Kennern hingegen bejahte keiner alle Aussagen und nur 6% konnten bei drei Aussagen eine positive Antwort geben. Der Kenntnisstand der Noch-Nie-Besitzer bewegt sich zwischen den viel wissenden Besitzern und den sehr wenig wissenden Nicht-Kennern. Der Zusammenhang zwischen dem allgemeinem Börsenwissen und der Besitzgruppe ist wiederum statistisch signifikant.<sup>275</sup>

<sup>273</sup>Die vier Aussagen lauteten:

„Ich kenne den Unterschied zwischen einer Obligation und einer Aktie.“

„Ich weiss, was die Performance einer Aktie ist.“

„Ich weiss, was ein derivatives Instrument ist.“

„Ich weiss, was eine P/E-Ratio ist.“

<sup>274</sup>Der  $\chi^2$ -Wert beträgt 613.29, das Cramérs V 0.425. Beide Werte sind auf dem 99%-Konfidenzniveau signifikant.

<sup>275</sup>Der  $\chi^2$ -Wert beträgt 299.39, das Cramérs V 0.296. Beide Werte sind auf dem 99%-Konfidenzniveau signifikant.

### 5.4.3 Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte

In der Umfrage wurden die Personen noch spezifischer nach ihren Kenntnissen über einzelne Anlageinstrumente befragt. Falls die Befragten zuvor angegeben hatten, das jeweilige Anlageinstrument zu kennen, konnten sie sich selbst auf einer Skala von 1 für „keine Kenntnisse“ bis 10 „sehr gute Kenntnisse“ einschätzen. Die Median-Werte<sup>276</sup> der Selbsteinschätzung der Kenntnisse über traditionelle Anlageinstrumente wie Obligationen oder Aktien sind deutlich höher als diejenigen über Derivate oder Strukturierte Produkte ( $\leftrightarrow$  Tabelle 8: Alle Befragte). Der Modus nimmt bei beiden letztgenannten Instrumenten sogar den Wert 1 an, was bedeutet, dass die häufigste Antwort „keine Kenntnisse“ lautete. Noch deutlicher werden die Unterschiede, wenn ausschliesslich Antworten von Personen ausgewertet werden, die alle vier Anlageinstrumente kennen ( $\leftrightarrow$  Tabelle 8: Alle Instrumente kennende Befragte). Die Median-Werte bei den Obligationen und Aktien sind bei dieser Gruppe deutlich höher als bei allen Befragten, bei den Strukturierten Produkten und Derivaten hingegen erhöht sich der Median nur um eine Einheit.

Tabelle 8: Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Anlageinstrumente

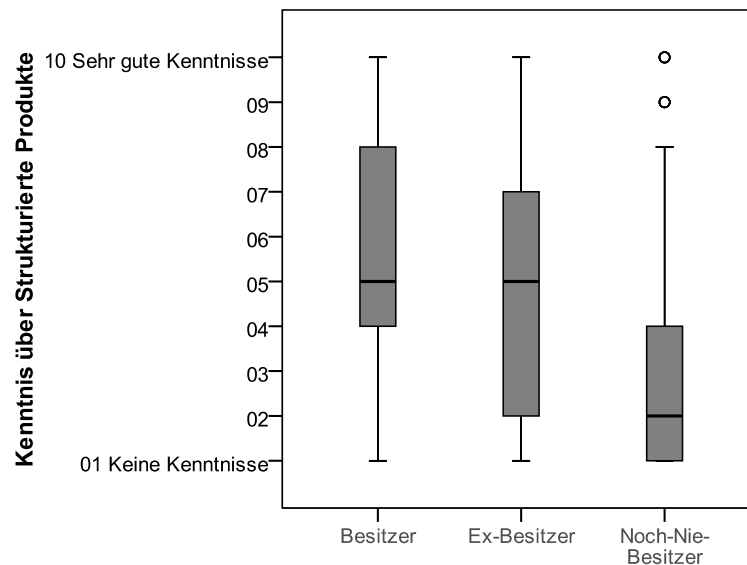
|                        | Alle Befragte |       | Alle Instrumente kennende Befragte |     |
|------------------------|---------------|-------|------------------------------------|-----|
|                        | Median        | N     | Median                             | N   |
| <b>Instrument</b>      |               |       |                                    |     |
| Obligation             | 6.00          | 1'710 | 8.00                               | 367 |
| Aktie                  | 6.00          | 1'886 | 8.00                               | 366 |
| Derivat                | 4.00          | 762   | 5.00                               | 363 |
| Strukturiertes Produkt | 3.00          | 878   | 4.00                               | 363 |

Wenn zudem bedacht wird, dass eine grosse Anzahl der Befragten Derivate (61%) und Strukturierte Produkte (38%) nicht kennen, zeigen sich wiederum die Wissenslücken der Schweizer Bevölkerung in Finanzfragen.

Der Box-Plot zur Einschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte unterteilt nach Besitzgruppe macht sichtbar, dass der Median bei den Besitzern und Ex-Besitzern mit dem Wert fünf höher ist als derjenige der Noch-Nie-Besitzer ( $\leftrightarrow$  Abbildung 38). Die die mittleren 50% der Antworten darstellende Box zeigt zudem, dass das Wissen über Strukturierte Produkte bei den Besit-

<sup>276</sup>Auf die Darstellung des Mittelwerts wird verzichtet, da die Skalenwerte nur ordinal und nicht metrisch skaliert sind und daher das arithmetische Mittel nicht definiert ist. Vgl. Fahrmeir, Künstler, Pigeot und Tutz (2003), S. 53–56.

Abbildung 38: Kenntniseinschätzung über Strukturierte Produkte nach Besitzgruppen (N=878)



zern etwas höher und die Streuung des Wissens geringer ist als bei den Ex-Besitzern.<sup>277</sup>

Auch die Analyse der Median-Werte der schon zuvor untersuchten Anlageinstrumente unterteilt nach den Besitzgruppen deutet darauf hin, dass Besitzer und Ex-Besitzer nicht nur mehr Wissen über Strukturierte Produkte aufweisen als Noch-Nie-Besitzer und Nicht-Kenner, sondern auch ihre Kenntnisse bei Obligationen, Aktien und Derivaten höher einschätzen (↔ Tabelle 9). Zwischen den Besitzern und Ex-Besitzern ist einzig bei den Kenntnissen über Derivate ein kleiner Unterschied festzustellen. Deutlich tiefer sind die Kenntnisse der Nicht-Kenner auch bei den traditionellen Anlageinstrumenten wie Aktien oder Obligationen. Dabei muss beachtet werden, dass 70% aller Nicht-Kenner ein Vermögen von weniger als 100'000 CHF besitzen. Der Grossteil dieser Befragten hat nicht genügend finanzielle Mittel für Anlagen in Wertpapiere, deshalb werden sich diese Personen auch weniger mit dem Geschehen an den Finanzmärkten beschäftigen.

<sup>277</sup>Weiterführende Informationen zum Box-Plot finden sich z.B. in Fahrmeir, Künstler, Pigeot und Tutz (2003), S. 64–67.

Tabelle 9: Einschätzung der Kenntnisse über Anlageinstrumente nach Besitzgruppen

|                        | Median-Werte      |                     |                            |                       |
|------------------------|-------------------|---------------------|----------------------------|-----------------------|
|                        | Besitzer<br>N=141 | Ex-Besitzer<br>N=86 | Noch-Nie-Besitzer<br>N=979 | Nicht-Kenner<br>N=680 |
| <b>Instrument</b>      |                   |                     |                            |                       |
| Obligationen           | 8.00              | 8.00                | 7.00                       | 5.00                  |
| Aktien                 | 8.00              | 8.00                | 6.00                       | 5.00                  |
| Derivate               | 6.00              | 5.00                | 4.00                       | 2.00                  |
| Strukturierte Produkte | 5.00              | 5.00                | 2.00                       | —                     |

#### 5.4.4 Kenntnisse über Strukturierte Produkte

Anhand von fünf Aussagen zu Strukturierten Produkten wurde die Güte der Selbsteinschätzung aller Befragten gemessen, welche den Begriff Strukturierte Produkte kennen. Dabei mussten folgende Aussagen auf ihre Korrektheit hin überprüft werden:

**Aussage 1** (richtig): Der Wert eines Strukturierten Produkts ist abhängig von der Kursentwicklung des zugrundeliegenden Basiswertes/Underlying.

**Aussage 2** (falsch): Strukturierte Produkte sind meistens aus Aktien und Obligationen zusammengesetzt.

**Aussage 3** (richtig): Der Kurs von Kapitalschutzprodukten kann während der Laufzeit auch unter die Höhe des Kapitalschutzes fallen.

**Aussage 4** (falsch): Renditeoptimierungsprodukte haben eine Maximalrendite und weisen zugleich einen vollständigen Schutz gegen Verluste auf.

**Aussage 5** (richtig): Die Kursschwankungen des Basiswertes, auch Volatilität genannt, haben einen Einfluss auf das Risiko des Strukturierten Produkts.

Tabelle 10 zeigt den Anteil an korrekten Antworten im Verhältnis zu allen Personen, welche die Aussage beurteilt haben. Da sehr viele Befragte „weiss nicht“ als Antwortmöglichkeit wählten, wird zudem der Anteil der die Aussagen beurteilenden Personen im Vergleich zu allen Befragten angegeben.<sup>278</sup>

Von den meisten antwortenden Personen korrekt beurteilt wurden die Aussagen

<sup>278</sup>Die beiden prozentualen Werte werden nicht mit der identischen Grundgesamtheit ermittelt. Für den Anteil an korrekten Antworten zählen als Grundgesamtheit nur diejenigen Personen, die der Aussage zugestimmt oder sie abgelehnt haben. Für den Anteil an mit „weiss nicht“ antwortenden Personen entspricht die Grundgesamtheit allen Befragten, denen diese Aussagen vorgelesen wurden.

Tabelle 10: Anteil korrekt beurteilter Aussagen über Strukturierte Produkte

|                        | Aussage |       |       |       |       |
|------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                        | 1       | 2     | 3     | 4     | 5     |
| <b>Anteil an ...</b>   |         |       |       |       |       |
| korrekten Antworten    | 91.5%   | 22.9% | 70.7% | 55.1% | 91.5% |
| beurteilenden Personen | 39.9%   | 59.8% | 49.5% | 42.1% | 48.0% |

N=887

1 und 5. Die Befragten verstehen den Einfluss der Kursentwicklung des zugehörigen Basiswertes auf den Preisverlauf des Strukturierten Produktes. Jedoch gilt es zu beachten, dass nur knapp die Hälfte aller Befragten diese Aussage beurteilt hat, während die andere Hälfte sich nicht festlegen konnte oder wollte. Dies verdeutlicht, dass bei einem Grossteil der Bevölkerung die für eine Investition in Strukturierte Produkte grundlegenden Kenntnisse nicht sehr gefestigt sind. Zu diesen Kenntnissen gehört das Wissen, dass der Wert eines Strukturierten Produkts vom Kursverlauf des Basiswertes und das Risiko somit unter anderem von dessen Kursschwankungen abhängt.

Deutlich tiefer fällt der Anteil an korrekten Antworten bei den Aussagen 3 und 4 aus, welche einzelne Produktkategorien thematisieren. Beachtenswert ist insbesondere der sehr tiefe Anteil bei der Aussage 4, der nur noch knapp über 50% zu liegen kommt. 50% würden bei einer grossen Stichprobe erreicht, falls die Befragten zufällig mit ja oder nein antworten würden.<sup>279</sup> Dieses Resultat sowie die tiefe Antwortquote lassen den Schluss zu, dass sich ein Grossteil der Bevölkerung kaum mit den einzelnen Produktkategorien auseinandergesetzt hat. Dieses Defizit bei den Kenntnissen über die einzelnen Produktkategorien zeigt sich auch darin, dass nur gut 10% aller Befragten alle drei Produktkategorien kannten.

Die Quote an antwortgebenden Personen ist bei der Aussage 2 zwar am höchsten, jedoch konnte nur knapp ein Viertel diese Aussage korrekt beurteilen. Im Vergleich zu den erwarteten 50% korrekten Antworten bei der zufälligen Beantwortung dieser Frage ist dieser Anteil sehr tief. Bei den Umfrageteilnehmern ist nur unzureichendes Wissen bezüglich der Zusammensetzung von Strukturierten Produkten vorhanden.

Zwischen den Besitzgruppen sind grosse Unterschiede festzustellen. Durchschnittlich konnten die Besitzer 2,6 Aussagen und Ex-Besitzer 2,2 Aussagen korrekt

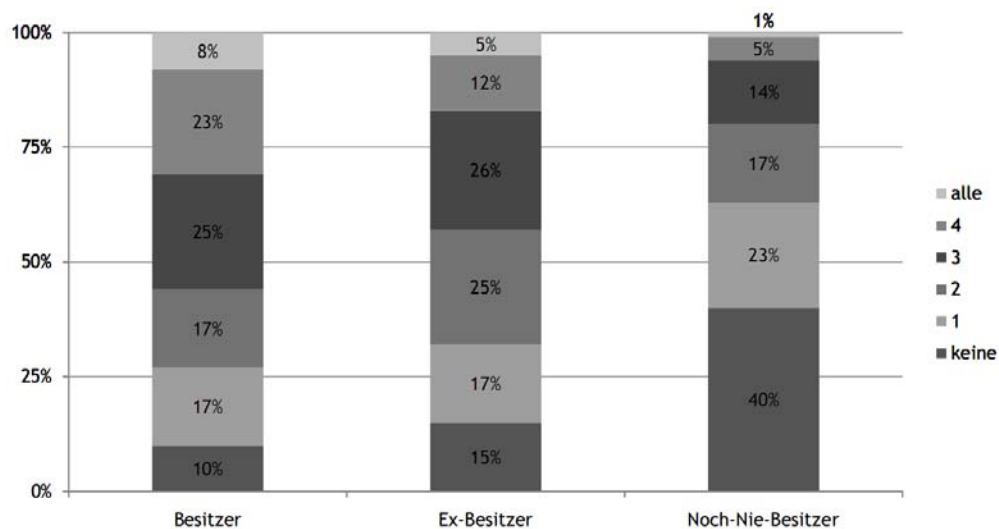
<sup>279</sup>Der beobachtete Wert unterscheidet sich jedoch statistisch signifikant von den beim zufälligen Antworten resultierenden 50% auf dem 99%-Niveau.

beurteilen, bei den Noch-Nie-Besitzern lag dieser Anteil mit 1,3 richtig beantwortenden Fragen deutlich tiefer.<sup>280</sup>

Ein Drittel aller Besitzer sowie ein Fünftel der Ex-Besitzer konnten vier oder fünf Aussagen korrekt beurteilen und weniger als 10% beider Besitzgruppen konnten keine Frage richtig beantworten ( $\leftrightarrow$  Abbildung 39). Hingegen wussten 40% aller Noch-Nie-Besitzer bei keiner der fünf Aussagen die korrekte Antwort. Dieser Anteil fällt bei den Besitzern mit (11%) und den Ex-Besitzern mit (15%) deutlich geringer aus. Diese Resultate sowie der Umstand, dass 40% der Bevölkerung noch nie von Strukturierten Produkten gehört haben, zeigen, wie wenig verbreitet grundlegendes Wissen über Strukturierte Produkte bei einem grossen Teil der Bevölkerung ist.

Aufgrund obiger Resultate kann Fragestellung 5<sup>281</sup> positiv beantwortet werden. Das arithmetische Mittel an korrekt beurteilten Aussagen liegt bei den Besitzern deutlich höher als bei den Noch-Nie-Besitzern. Daher kann davon ausgegangen werden, dass sie einen höheren Kenntnisstand aufweisen.

Abbildung 39: Anzahl korrekt beurteilter Aussagen über Strukturierte Produkte nach Besitzgruppen (N=857)



<sup>280</sup>Die Unterschiede zwischen den Besitzgruppen sind statistisch signifikant. Der Kruskal-Wallis-Test bestätigt auf dem 99%-Niveau diese Differenzen.

<sup>281</sup>„Wissen Besitzer von Strukturierten Produkten mehr über diese Produkte als Personen, welche zwar den Begriff Strukturierte Produkte schon einmal gehört haben, aber noch nie im Besitz derer waren?“ (siehe S. 97)



### 5.4.5 Überprüfung der Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte

Zur Überprüfung der Qualität der subjektiven Einstufung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte wird die Selbsteinschätzung auf der zehnstufigen Skala in vier Kategorien transformiert. Verwendet werden diejenigen Kategorien, welche schon bei der Einschätzung der Kenntnisse zu allgemeinen Börsenfragen verwendet wurden.<sup>282</sup> Zwischen der Anzahl an korrekt beurteilten Aussagen und der Selbsteinschätzung existiert sowohl für die vier- wie auch für die zehnstufige Skala ein statistisch signifikanter Zusammenhang.<sup>283</sup>

Der Mittelwert und der Median der Anzahl korrekt beurteilter Aussagen über Strukturierte Produkte zeigen jedoch deutlich, dass ein Zusammenhang zwischen der Selbsteinschätzung und dem Wissen über Strukturierte Produkte existiert ( $\leftrightarrow$  Tabelle 11). Sich selbst „sehr gute Kenntnisse“ attestierende Befragte beantworten durchschnittlich über drei Fragen korrekt. Personen mit „guten Kenntnissen“ konnten nur knapp zwei Aussagen korrekt beurteilen und der Durchschnitt bei den Befragten ohne Kenntnisse betrug etwas weniger als eine korrekte Beurteilung. Bei den Median-Werten wird die Abstufung noch besser sichtbar, der Wert nimmt pro Selbsteinschätzungstufe jeweils um eine korrekte Antwort zu.

Tabelle 11: Anzahl korrekt beurteilter Aussagen und Selbsteinschätzung

|            | Selbsteinschätzung der Kenntnisse |                  |                 |                      |
|------------|-----------------------------------|------------------|-----------------|----------------------|
|            | Keine Kenntnisse                  | Basis-kenntnisse | Gute Kenntnisse | Sehr gute Kenntnisse |
| Mittelwert | 0.92                              | 1.42             | 1.92            | 3.14                 |
| Median     | 0.00                              | 1.00             | 2.00            | 3.00                 |

N=848

Zur Beantwortung der Fragestellung 2<sup>284</sup> ist zudem von Interesse, ob die Befragten ihre Kenntnisse unter- oder überschätzen. Zur Überprüfung wird die Anzahl korrekt beurteilter Aussagen wie folgt in vier Kategorien überführt, mit welchen auch die Selbsteinschätzung gemessen wird:

<sup>282</sup>Folgend wird die Transformation der ursprünglichen Variable erklärt:

**Skalenwert 1** wird zur Kategorie „keine Kenntnisse“.

**Skalenwerte 2–4** werden in der Kategorie „Basiskenntnisse“ zusammengefasst.

**Skalenwerte 5–7** werden in der Kategorie „gute Kenntnisse“ zusammengefasst.

**Skalenwerte 8–10** werden in der Kategorie „sehr gute Kenntnisse“ zusammengefasst.

<sup>283</sup>Der  $\chi^2$ -Wert für die zusammengefasste Skala beträgt 184.23 und für die zehnstufige Skala 236.11.

<sup>284</sup>„Überschätzen Anleger ihr Wissen über Strukturierte Produkte?“ (siehe S. 94)

**Keine Kenntnisse:** Personen, die keine Aussage korrekt beurteilten.

**Basiskenntnisse:** Personen, die eine oder zwei Aussagen korrekt beurteilten. Sie weisen ein gewisses Wissen über Strukturierte Produkte auf, konnten jedoch weniger als die Hälfte der Fragen korrekt beantworten.

**Gute Kenntnisse:** Personen, die drei oder vier Aussagen korrekt beurteilten. Sie wissen viel über Strukturierte Produkte, was sich darin zeigt, dass sie mehr als die Hälfte der Fragen korrekt beantworteten.

**Sehr gute Kenntnisse:** Personen, die alle Aussagen korrekt beurteilten. Da alle Fragen korrekt beantwortet wurden, gehören diese Personen der Gruppe mit sehr guten Kenntnissen an.

Die Befragten tendieren dazu, ihre Kenntnisse eher zu unterschätzen als zu überschätzen ( $\leftrightarrow$  Tabelle 12). Über 40% der Befragten schätzen ihren Wissensstand korrekt ein. Zwischen den Besitzern und Ex-Besitzern können kaum Unterschiede festgestellt werden, während die Noch-Nie-Besitzer ihre Kenntnisse etwas besser einstufen können.<sup>285</sup> Ein Grund dafür ist, dass Besitzer und Ex-Besitzer ein höheres Wissen aufweisen und sie daher mehr Mühe bei der Selbsteinschätzung haben als Personen, die keine Kenntnisse über Strukturierte Produkte aufweisen. Noch-Nie-Besitzer überschätzen sich deutlich häufiger als Besitzer und Ex-Besitzer.

Tabelle 12: Güte der Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte

|                       | <b>Alle</b><br>N=848 | <b>Besitzer</b><br>N=118 | <b>Ex-Besitzer</b><br>N=67 | <b>Noch-Nie-Besitzer</b><br>N=663 |
|-----------------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| Unterschätzung        | 35%                  | 46%                      | 43%                        | 32%                               |
| Korrekte Einschätzung | 42%                  | 36%                      | 37%                        | 43%                               |
| Überschätzung         | 24%                  | 18%                      | 20%                        | 25%                               |

Die Resultate aus Tabelle 12 zeigen, dass die Fragestellung 2 eher ablehnend beurteilt werden muss. Nur knapp ein Viertel aller Befragten überschätzen ihre Kenntnisse über Strukturierte Produkte, und nur je ein Fünftel der Besitzer und Ex-Besitzer schätzen ihre eigenen Kenntnisse besser ein als sie in Wirklichkeit

<sup>285</sup> Zwischen den Besitzern und Ex-Besitzern kann kein statistisch signifikanter Unterschied zwischen der Güte der Selbsteinschätzung festgestellt werden. Hingegen zeigt die Analyse zwischen der Gruppe der Besitzer und Ex-Besitzer sowie derjenigen der Noch-Nie-Besitzer signifikante Unterschiede auf dem 99%-Niveau.

sind. Es scheint, als dass sich ein Grossteil der Anleger der Komplexität von Strukturierten Produkten bewusst ist und daher davon ausgeht, einen nicht so hohen Wissensstand zu besitzen.

Beim Geschlechtervergleich fällt die sich kaum unterscheidende Qualität der Selbsteinschätzung auf. Frauen (26.8%) tendieren eher zur Überschätzung ihrer Kenntnisse als Männer (21.7%), wobei der Unterschied statistisch nicht signifikant ist. Mit zunehmendem Alter können sich die Personen häufiger korrekt einschätzen. Während bei den 18 bis 29-jährigen 39% eine korrekte Einschätzung vornehmen, beträgt dieser Anteil bei den 60 bis 74-jährigen 47%. Aber auch zwischen den Alterskategorien ist keine statistische Signifikanz festzustellen.<sup>286</sup>

#### **5.4.6 Wesentliche Erkenntnisse**

Die Selbsteinschätzung der Bevölkerung zu ihrem allgemeinen Finanzmarktwissen und zu ihren spezifischen Kenntnissen über Strukturierte Produkte ist realistisch. Es zeigt sich, dass Personen, die aktuell in Strukturierten Produkten investiert sind oder es einmal gewesen sind, mehr Kenntnisse über spezifische Anlageinstrumente wie Strukturierte Produkte, Aktien oder Obligationen und den Finanzmarkt besitzen. Personen, die noch nie im Besitz von Strukturierten Produkten waren, wissen nur wenig über dieses Anlageinstrument. Ebenfalls lassen sich Unterschiede zwischen den Besitzgruppen bei der Risikoneigung feststellen. Besitzer und Ex-Besitzer sind eher bereit, Risiken einzugehen als Noch-Nie-Besitzer oder Nicht-Kenner.

### **5.5 Wahrnehmung und Risikoeinschätzung von Strukturierten Produkten**

Von Interesse ist neben dem Wissensstand über Strukturierte Produkte auch die Wahrnehmung dieser Anlageinstrumente in der Bevölkerung. Folgend wird die Risikoeinschätzung von Finanzanlagen wie Aktien, Obligationen oder Strukturierten Produkten analysiert. Die Wahrnehmung sowie die Risikoeinschätzung haben einen wichtigen Einfluss auf die Einstellung der Bevölkerung gegenüber Strukturierten Produkten, welche wiederum das potenzielle Kaufinteresse beeinflusst.

---

<sup>286</sup>Diese Resultate ändern sich auch nicht, falls die Schulbildung als Kontrollvariable in die Analyse miteinbezogen wird.

Tabelle 13 zeigt den Zusammenhang zwischen der Einstellung und der Absicht, den Anteil an Strukturierten Produkten im eigenen Depot zu erhöhen, gleich zu belassen oder zu reduzieren. 40% aller Befragten mit einer positiven Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten beabsichtigen den Anteil zu erhöhen und nur 4% wollen den Anteil abbauen. Hingegen wollen 80% der Personen mit einer neutralen oder negativen Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten den Anteil in ihrem Depot nicht verändern.

Tabelle 13: Einfluss der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten auf das Kaufinteresse

|                      | Anteil an Strukturierten Produkten wird ... |                |           |
|----------------------|---|----------------|-----------|
|                      | erhöht                                      | gleich bleiben | reduziert |
| positive Einstellung | 39.8%                                       | 55.8%          | 4.4%      |
| neutrale Einstellung | 17.8%                                       | 80.5%          | 1.7%      |
| negative Einstellung | 12.4%                                       | 79.8%          | 7.8%      |

N=663

### 5.5.1 Wahrnehmung von Strukturierten Produkten

Zur Analyse der Wahrnehmung wurden alle Kenner ersucht, sechs gegensätzliche Begriffspaare auf einer Skala von eins bis zehn zu bewerten. Die Begriffspaare, die Median-Werte der Antworten sowie die Schiefe der sechs Verteilungen sind aus Tabelle 14 ersichtlich. Die Schiefe misst die Symmetrie der Verteilung, wodurch diese besser charakterisiert werden kann. Bei einem Schiefe-Wert von Null ist die Verteilung vollkommen symmetrisch.<sup>287</sup> Bei negativen Werten der Schiefe wird von einer linksschiefen (rechtssteilen) und bei positiven von einer rechtsschiefen (linkssteilen) Verteilung gesprochen. Bei rechtsschiefen Verteilungen sind Werte, welche kleiner als der Mittelwert sind, häufiger als Werte oberhalb des Mittelwertes.<sup>288</sup>

Bei den Begriffspaaren „transparent & intransparent“, „günstig & teuer“ sowie „sicher & riskant“ liegen Median wie auch Modus beim gefühlten Mittelwert von fünf<sup>289</sup>. Zudem weisen diese Verteilungen einen geringen Schiefe-Wert auf, was auf eine symmetrische Verteilung schliessen lässt. Auffallend ist, dass die Anzahl an beurteilenden Personen beim Aspekt Kosten geringer ist als bei den anderen Begriffspaaren. Es fällt den Befragten schwer, sich ein Bild über die bei

<sup>287</sup>Vgl. R. C. Hill, Griffiths und Judge (2001), S. 139.

<sup>288</sup>Vgl. Fahrmeir, Künstler, Pigeot und Tutz (2003), S. 74–75.

<sup>289</sup>Bei einer Befragung mit einer Skala von eins bis zehn wird von den meisten Personen fünf als Mittelwert gewählt, obwohl das arithmetische Mittel 5.5 beträgt.

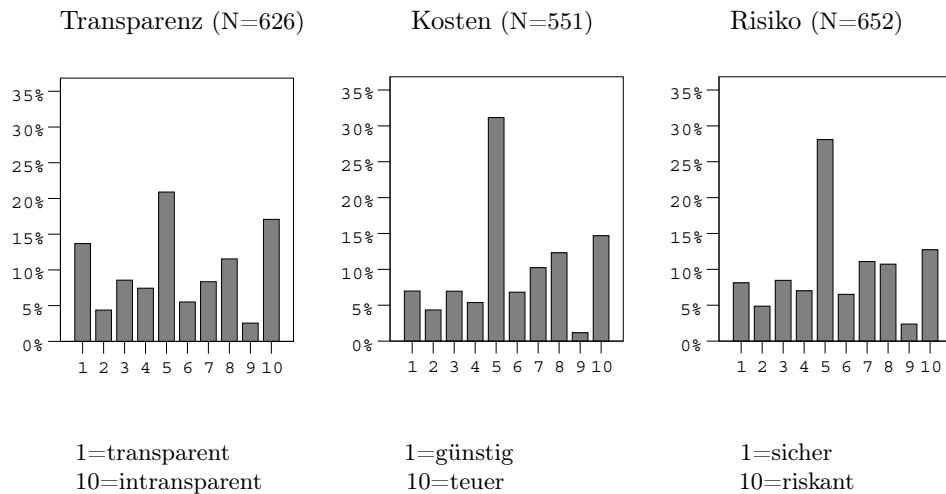
Tabelle 14: Wahrnehmung von Strukturierten Produkten

|                  |     |                    |         | Median | Schiefe |
|------------------|-----|--------------------|---------|--------|---------|
| Transparent [1]  | ... | Intransparent [10] | (N=626) | 5      | 0.01    |
| Günstig [1]      | ... | Teuer [10]         | (N=551) | 5      | 0.02    |
| Verständlich [1] | ... | Kompliziert [10]   | (N=677) | 7      | -0.51   |
| Sicher [1]       | ... | Riskant [10]       | (N=652) | 5      | 0.05    |
| Konservativ [1]  | ... | Spekulativ [10]    | (N=661) | 6      | -0.16   |
| Modern [1]       | ... | Traditionell [10]  | (N=682) | 3      | 0.84    |

Strukturierten Produkten anfallenden Kosten zu machen.

In den jeweiligen Balkendiagrammen in Abbildung 40 wird neben der Symmetrie der Verteilungen deutlich, dass die Befragten in ihrer Gesamtheit keine einheitliche Meinung zu den Begriffspaaren Transparenz, Kosten und Risiko äussern. Während der Aspekt Transparenz eher kontrovers beurteilt wird, wie die ausgeprägten Häufigkeiten der Extremwerte zeigen, wird bei den Aspekten Kosten und Risiko eine tendenziell neutrale Position eingenommen.

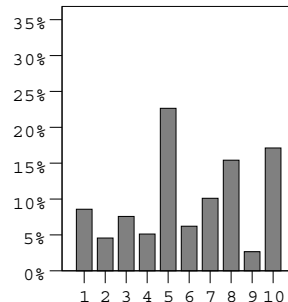
Abbildung 40: Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Transparenz, Kosten und Risiko



Der negative Wert der Schiefe der Verteilung zum Begriffspaar „konservativ & spekulativ“ und das Diagramm in Abbildung 41 zeigen, dass Strukturierte Produkte von der Bevölkerung als eher spekulativ wahrgenommen werden. Diese leicht linksschiefe Verteilung ist jedoch nicht signifikant asymmetrisch. An der grossen Streuung der Einschätzungen wird auch die Vielfältigkeit der Strukturierten Produkten deutlich, welche je nach Konstruktion von ziemlich konser-

vativ (z.B. Kapitalschutzprodukt mit 100% Rückzahlung) bis spekulativ (z.B. Outperformance-Zertifikat) reicht.

Abbildung 41: Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Risiko-grad (N=661)

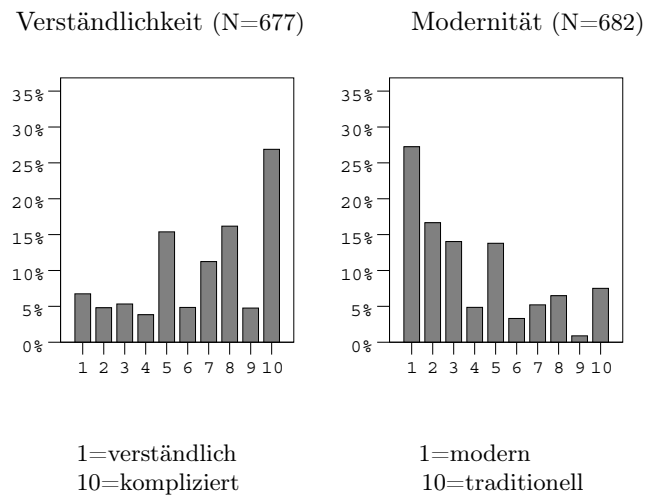


1=konservativ  
10=spekulativ

Die hohen absoluten Schiefewerte der Verteilungen sowie die Balkendiagramme in Abbildung 42 deuten darauf hin, dass sich die Befragten bei den Begriffspaaren „verständlich & kompliziert“ sowie „modern & traditionell“ pointiert artikulieren. Ein Median-Wert von sieben und ein Modal-Wert von zehn bei der Verteilung zum Thema Verständlichkeit zeigen die Einschätzung von Strukturierten Produkten als komplizierte Anlageinstrumente. Hingegen ist die Verteilung zum Begriffspaar „modern & traditionell“ signifikant rechtsschief. Strukturierte Produkte werden von der Bevölkerung als kompliziert, eher spekulativ, aber auch als modernes Anlageinstrument wahrgenommen.

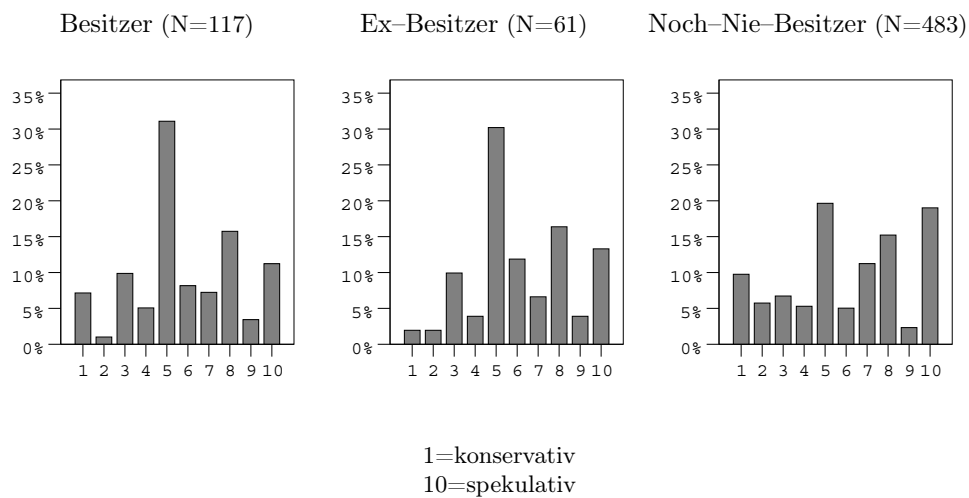
Bei der Analyse der sechs Begriffspaare sind zwischen den Median-Werten der einzelnen Besitzgruppen kaum Unterschiede sichtbar. Einzig schätzen Besitzer mit einem Median von fünf Strukturierte Produkte als weniger spekulativ ein als Ex-Besitzer und Noch-Nie-Besitzer, deren Antworten je einen Median von sechs ergeben. Zur Analyse der einzelnen Besitzgruppen werden die Verteilungen zum Begriffspaar „konservativ & spekulativ“ verglichen ( $\rightarrow$ Abbildung 43). Dabei wird ersichtlich, dass die Streuung der Wahrnehmung bei den Noch-Nie-Besitzern ausgeprägter ist als bei den anderen beiden befragten Gruppen. Zudem ist die Verteilung der Noch-Nie-Besitzer linksschief, während bei Besitzern und Ex-Besitzern eine eher symmetrische Verteilung zu beobachten ist. Noch-Nie-Besitzer nehmen Strukturierte Produkte als eher spekulativ wahr und

Abbildung 42: Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Verständlichkeit und Modernität



diese im Vergleich zu den Besitzern unterschiedliche Wahrnehmung könnte ein Erklärungsansatz dafür sein, dass Noch-Nie-Besitzer von einer Investition in Strukturierte Produkte absehen.

Abbildung 43: Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Risiko-grad nach Besitzgruppen

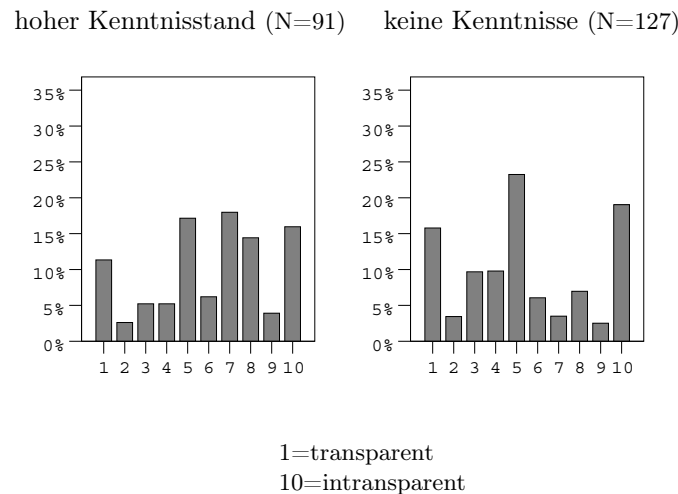


Zusätzliche Informationen müssen nicht zwingend zu einer positiveren Beurteilung von Strukturierten Produkten führen. Stellvertretend für den Einfluss des Wissensstands auf die Wahrnehmung wird die Anzahl an korrekten Antworten auf die in Abschnitt 5.4.4 erläuterten Fragen über Strukturierte Produkte ge-

wählt. Aus statistischen Gründen<sup>290</sup> werden zur Analyse die Kategorien „vier korrekte Antworten“ und „fünf korrekte Antworten“ zu einer Kategorie zusammengefasst. Zu sehr ähnlichen, wenn auch nicht ganz so ausgeprägten Resultaten führt diese Analyse, wenn der Wissensstand mit der Selbsteinschätzung zu den Kenntnissen über allgemeine Finanzfragen oder über Strukturierte Produkte gemessen wird.

Personen mit höherem Kenntnisstand nehmen Strukturierte Produkte als intransparenter und teurer wahr als Befragte ohne oder mit geringen Kenntnissen. Der Median beim Begriffspaar „transparent & intransparent“ beträgt bei der Kategorie mit vier oder fünf korrekten Antworten sieben, während dieser bei Personen mit drei oder weniger korrekt beantworteten Aussagen mit fünf deutlich tiefer ist. In Abbildung 44 wird zudem ersichtlich, dass die Verteilung der gut informierten Personen linksschief ist. Bei Befragten mit keinen oder geringen Kenntnissen über Strukturierte Produkte ergeben sich eher symmetrische oder leicht rechtsschiefe Verteilungen. In Abbildung 44 wird beispielhaft die Verteilung der Antworten der Befragten ohne Kenntnisse über Strukturierte Produkte gezeigt.

Abbildung 44: Wahrnehmung von Strukturierten Produkten bezüglich Transparenz nach Kenntnisstand



Ein ähnliches Resultat lässt sich bei der Wahrnehmung der Kosten feststellen. Der Median-Wert bei gut informierten Personen liegt mit sechs über dem Durchschnitt der Bevölkerung und die Verteilung der Antworten ändert sich von

<sup>290</sup>Die Anzahl an Befragten mit fünf korrekten Antworten ist mit 21 zu klein, um statistisch aussagekräftige Vergleiche anzustellen.



rechtsschief bei schlecht informierten Befragten zu linksschief bei Personen mit hohem Kenntnisstand über Strukturierte Produkte. Keine signifikanten Differenzen sind bei den Merkmalen Alter oder Risikoneigung festzustellen.

Deutliche Unterschiede lassen sich hingegen bei den Median-Werten zwischen Personen mit positiver und negativer Einstellung feststellen. Tabelle 15 zeigt, dass Personen, welche Strukturierte Produkte eher als transparent, günstig und verständlich einstufen, auch eine positivere Einstellung gegenüber diesen Anlageinstrumenten aufweisen. Strukturierte Produkte als intransparent, teuer und kompliziert wahrnehmende Befragte sind deutlich negativer eingestellt.

Tabelle 15: Wahrnehmung von Strukturierten Produkten nach Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten

|                  |     |                    |         | Einstellung |         |         |
|------------------|-----|--------------------|---------|-------------|---------|---------|
|                  |     |                    |         | positiv     | neutral | negativ |
|                  |     |                    |         | Median      |         |         |
| Transparent [1]  | ... | Intransparent [10] | (N=626) | 4           | 5       | 8       |
| Günstig [1]      | ... | Teuer [10]         | (N=551) | 5           | 5       | 8       |
| Verständlich [1] | ... | Kompliziert [10]   | (N=677) | 5           | 7       | 8       |
| Sicher [1]       | ... | Risikant [10]      | (N=652) | 5           | 5       | 7       |
| Konservativ [1]  | ... | Spekulativ [10]    | (N=661) | 5           | 5       | 7       |
| Modern [1]       | ... | Traditionell [10]  | (N=682) | 3           | 3       | 2       |

Zwischen der Wahrnehmung von Strukturierten Produkten und der Einstellung gegenüber diesen Anlageinstrumenten besteht ein statistischer Zusammenhang, welcher in Tabelle 15 sichtbar ist. Die Regressionen in Tabelle 16 sollen zeigen, welches Begriffspaar die Einstellung beeinflusst.<sup>291</sup> Ausserdem wird getestet, ob die Wirkung des Preis-Leistungsverhältnisses auf die Einstellung auch unter Einbezug der sechs Begriffspaare messbar bleibt.<sup>292</sup> Da der Wissensstand die Wahrnehmung von Strukturierten Produkten beeinflusst, wird dieser ebenfalls als erklärende Variable in die Analyse miteinbezogen.<sup>293</sup>

Werden nur die sechs Begriffspaare als erklärende Variablen verwendet ( $\hookrightarrow$ Regression 1), zeigt sich, dass die Einschätzung von Strukturierten Produkten als transparent, günstig, verständlich und sicher zu einer positiven Einstellung ge-

<sup>291</sup>Die Einschätzung der Wahrnehmung auf der 10er-Skala wurde aus statistischen Gründen zur Auswertung in drei Kategorien unterteilt. Werte von eins bis drei werden als Zustimmung zum linken Begriff in Tabelle 16 betrachtet, während Werte von sieben bis zehn als Zustimmung zum rechten Begriff in Tabelle 16 gesehen werden. Falls die Befragten Antworten zwischen vier und sechs gaben, wurden diese einer mittleren Gruppe zugeordnet.

<sup>292</sup>Wie später in Abschnitt 5.5.2 gezeigt wird, sind Personen mit einer positiven Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten deutlich häufiger mit dem Preis-Leistungsverhältnis zufrieden als Befragte, die eine negative Einstellung haben ( $\hookrightarrow$ Tabelle 18).

<sup>293</sup>Zur Messung des Wissensstands über Strukturierte Produkte kommt die Anzahl korrekter Fragen zur Anwendung.

gegenüber diesen Anlageinstrumenten führt. Hingegen hat die Einschätzung bezüglich der Begriffspaare konservativ & spekulativ sowie modern & traditionell keinen Einfluss auf die Einstellung. Wird noch der Kenntnisstand miteinbezogen, verändert sich nichts am Einfluss der Begriffspaare. Regression 2 zeigt zusätzlich, dass Personen mit guten Kenntnissen Strukturierten Produkten gegenüber negativer eingestellt sind als Befragte, die keine oder wenige Kenntnisse haben.

Tabelle 16: Regressionen zur Erklärung der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten

|                           | $\chi^2$ -Werte |           |           | Effekt       |
|---------------------------|-----------------|-----------|-----------|--------------|
|                           | (1)             | (2)       | (3)       |              |
| Transparent/Intransparent | 20.61***        | 18.929*** | 10.804**  | transparent  |
| Günstig/Teuer             | 27.463***       | 24.827*** | 5.724     | günstig      |
| Verständlich/Kompliziert  | 25.595***       | 18.857*** | 2.878     | verständlich |
| Sicher/Riskant            | 12.821***       | 13.418*** | 14.204*** | sicher       |
| Konservativ/Spekulativ    | 6.331           | 3.911     | 6.485     |              |
| Modern/Traditionell       | 2.200           | 0.733     | 2.437     |              |
| Kenntnisstand             |                 | 24.041*** | 10.871    | schlechter   |
| Preis-Leistungsverhältnis |                 |           | 26.922*** | zufrieden    |
| Nagelkerke $R^2$          | 0.269           | 0.321     | 0.466     |              |
| N                         | 476             | 454       | 211       |              |

Wenn noch die Zufriedenheit mit dem Preis-Leistungsverhältnis von Strukturierten Produkten als erklärende Variable hinzugefügt wird, verlieren die Begriffspaare günstig & teuer und verständlich & komplex sowie der Kenntnisstand an Einfluss. Die Resultate der Regression 3 lassen den Schluss zu, dass die Einschätzung von Strukturierten Produkten als transparent und als sicher sowie die Zufriedenheit mit dem Preis-Leistungsverhältnis eine positive Wirkung auf die Einstellung haben.

### 5.5.2 Zufriedenheit mit dem Preis-Leistungsverhältnis

Knapp die Hälfte der Befragten sind mit dem Preis-Leistungsverhältnis von Strukturierten Produkten ( $\hookrightarrow$  Tabelle 17) zufrieden. Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, wurden nur Antworten von Personen analysiert, welche dieses Verhältnis von Strukturierten Produkten beurteilten. Bei einem Vergleich mit der Zufriedenheit bei anderen Anlageinstrumenten wird ersichtlich, dass das Preis-Leistungsverhältnis von Strukturierten Produkten ähnlich wie dasjenige von Derivaten eingeschätzt wird. Der Anteil an Befragten, die mit dem

Verhältnis von Preis und Leistung zufrieden sind, ist bei Anlagefonds höher. Dieser Unterschied kann möglicherweise auf die fehlenden Kostentransparenz bei Strukturierten Produkten zurückgeführt werden.

Tabelle 17: Anteil an mit dem Preis–Leistungsverhältnis zufriedenen Befragten

|                         | Anteil an zufriedenen Befragten |
|-------------------------|---------------------------------|
| <b>Anlageinstrument</b> |                                 |
| Anlagefonds             | 59.2%                           |
| Bankkonto               | 54.5%                           |
| Derivat                 | 48.7%                           |
| Strukturiertes Produkt  | 48.1%                           |

N=309

Statistisch signifikante Unterschiede beim Anteil zufriedener Personen lassen sich nur zwischen den Besitzgruppen feststellen. Während zwei Drittel aller Besitzer mit dem Preis–Leistungsverhältnis zufrieden sind, beträgt dieser Anteil bei den Ex–Besitzern nur 45% und bei den Noch–Nie–Besitzern 39%. Tabelle 18 zeigt zudem, dass ein statistischer Zusammenhang zwischen der Zufriedenheit mit dem Preis–Leistungsverhältnis und der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten besteht. 71% aller Personen, die mit dem Verhältnis von Preis und Leistung zufrieden sind, sind Strukturierten Produkten gegenüber positiv eingestellt. Hingegen haben 85% der Befragten, die mit diesem Verhältnis unzufrieden sind, eine negative Einstellung.

Tabelle 18: Anteil an mit dem Preis–Leistungsverhältnis von Strukturierten Produkten zufriedenen Befragten nach Einstellung

|   | Anteil an zufriedenen Befragten |
|---|---------------------------------|
| <b>Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten</b> |                                 |
| positiv   | 71.0%                           |
| neutral   | 53.5%                           |
| negativ   | 14.7%                           |

N=294

### 5.5.3 Durchschnittliche Risikoeinschätzung unterschiedlicher Anlageinstrumente

Neben der Wahrnehmung ist auch die subjektive Risikoeinschätzung von Strukturierten Produkten für einen Kaufentscheid relevant. Befragte, welche die Absicht äussern, in den nächsten zwei Jahren keine Strukturierte Produkte zu kau-

fen, schätzen Strukturierte Produkte riskanter ein als an einem Kauf interessierte Personen. Zur Messung der Risikowahrnehmung wurden die Umfrageteilnehmer gebeten, das Risiko von häufig genutzten Anlageinstrumenten wie Obligationen, Fonds, Aktien und Strukturierten Produkten auf einer Skala von eins (sehr geringes Risiko) bis zehn (sehr hohes Risiko) einzuschätzen. Tabelle 19 zeigt die Median-Werte der Risikoeinschätzungen der zuvor erwähnten Anlageinstrumente sowie der drei Kategorien von Strukturierten Produkten. In der dritten Spalte wird angegeben, welchen Rang das Anlageinstrument bezüglich des Risikos aus Sicht der Bevölkerung einnimmt. Die Reihenfolge wird anhand des arithmetischen Mittels<sup>294</sup> der Risikoeinschätzungen gebildet, wobei das Instrument mit dem geringsten Risiko auf dem ersten Platz rangiert wurde.

Tabelle 19: Subjektive Risikoeinschätzung von Anlageinstrumenten

|                                 | Median | Rang |
|---------------------------------|--------|------|
| <b>Anlageinstrument</b> (N=643) |        |      |
| Obligationen                    | 3      | 1    |
| Fonds                           | 5      | 2    |
| Strukturierte Produkte          | 5      | 3    |
| Aktien                          | 7      | 4    |
| <b>Produktkategorie</b> (N=468) |        |      |
| Kapitalschutz                   | 5      | 1    |
| Partizipation                   | 5      | 2    |
| Renditeoptimierung              | 5      | 3    |

sehr geringes Risiko [1] ... sehr hohes Risiko [10]

Die befragte Bevölkerung schätzt das Risiko der traditionellen Anlageinstrumente gut ein. Obligationen wird das kleinste Risiko und Aktien das grösste zugeordnet. Wenn als Risikomass die Volatilität gemessen als Standardabweichung der jeweiligen Renditen verwendet wird, ist diese Relation in der langen Frist korrekt. Über die letzten 80 Jahre betrachtet weisen Obligationen in der Schweiz eine bedeutend geringere Standardabweichung auf als Aktien.<sup>295</sup> Das Risiko von Fonds und Strukturierten Produkten wird durchschnittlich zwischen demjenigen von Obligationen und Aktien eingestuft. Aus theoretischer Sicht ist diese Einschätzung sinnvoll. Fonds weisen durch die Diversifikation verschiedener Anlageklassen und -instrumente mehrheitlich ein geringeres Risiko als einzelne Aktientitel auf. Das Risiko insbesondere von reinen Aktienfonds ist jedoch deutlich höher als dasjenige von Obligationen. Die Vielfalt an Strukturierten Produkten erschwert die Risikoeinschätzung in der Gesamtheit. Alle drei Ka-

<sup>294</sup>Das arithmetische Mittel wird dann als Entscheidungskriterium verwendet, falls der Median keine Unterscheidung ermöglicht.

<sup>295</sup>Vgl. Bank Pictet (2009).

tegorien<sup>296</sup> weisen durch die spezifische Konstruktion ein geringeres Risiko auf als eine einzelne Aktie. Das Risiko ist höher als bei Obligationen, da zumeist risikobehaftete Instrumente als Basiswerte dienen.

Die Unterscheidung des Risikos zwischen den drei Kategorien fällt den Befragten schwer, wie die identischen Median-Werte von fünf zeigen. Bei der Rangierung nach dem arithmetischen Mittel wird sichtbar, dass Kapitalschutzprodukte als Kategorie mit dem kleinsten Risiko gelten. Aufgrund der Konstruktion ist die Einstufung der Kapitalschutzprodukte als die risikoärmste Kategorie sinnvoll. Im Gegensatz zu den Befragten, die Partizipationsprodukte als weniger riskant einschätzen als Renditeoptimierungsprodukte, weisen Renditeoptimierungsprodukte aus theoretischer Sicht indessen ein geringeres Risiko auf als Partizipationsprodukte. Während Partizipationsprodukte einer Investition in den Basiswert entsprechen, wird bei Renditeoptimierungsprodukten durch den Verkauf einer Option eine sichere Rendite erwirtschaftet werden. Dadurch fällt das Risiko eines Renditeoptimierungsprodukts geringer aus als dasjenige von Partizipationsprodukten. Diese theoretisch begründete Risikoeinstufung wird auch durch eine Analyse gestützt, welche die Renditen von Strukturierten Produkten in der Schweiz im Zeitraum von September 2007 bis Februar 2008 untersuchte. Die Standardabweichung von Partizipationsprodukten (20.6%) liegt leicht höher als diejenige von Renditeoptimierungsprodukten (15.7%). Eine mit 3.4% bedeutend geringere Volatilität hatten die Kapitalschutzprodukte im entsprechenden Zeitraum.<sup>297</sup>

Ein Grund für die Abweichung von der theoretischen Risikoeinstufung ist, dass 2007 und 2008 insbesondere Renditeoptimierungsprodukte sehr schlechte Renditen aufwiesen. Als Basiswert wurden v.a. bei den häufig eingesetzten Multi Asset Barrier Reverse Convertibles oft Aktien aus dem Finanzsektor verwendet, was dazu führte, dass je nach Emittent zwischen 50% und 75% aller Produk-

---

<sup>296</sup> **Kapitalschutzprodukt:** Das Risiko ist durch den Kapitalschutz geringer als dasjenige des Basiswertes (häufig ein Aktienindex). Im Vergleich zu Obligationen verzichtet der Anleger zugunsten der Partizipation an Kursgewinnen des Basiswertes auf den Zins als sichere Rendite, weshalb das Strukturierte Produkt ein höheres Risiko als eine Obligation aufweist.

**Renditeoptimierungsprodukt:** Im Auszahlungsprofil wird das höhere Risiko im Vergleich zu Obligationen sichtbar, da der Anleger beinahe dasselbe Down-side-Risiko hat wie bei einer Anlage im Basiswert (häufig eine oder mehrere Aktien). Durch den Verkauf einer Option wird im Vergleich zu einer Aktie eine sichere Rendite erwirtschaftet, wodurch sich das Risiko reduziert.

**Partizipationsprodukt:** Das Risiko dieser fondsähnlichen Produkte wird durch Diversifikation oder Konstruktion (bedingter Kapitalschutz) im Vergleich zu einer Anlage in einzelne Aktien reduziert. Durch die Verwendung von risikobehafteten Instrumenten als Basiswerte ist jedoch das Risiko höher als bei Obligationen.

<sup>297</sup> Vgl. Wiesendanger (2008), S. 30–31.

te die Barriere durchbrachen und somit zu einer Aktienlieferung mit grossen Verlusten geführt haben.<sup>298</sup> Aufgrund der ausgeprägten medialen Berichterstattung über Verluste bei diesem Produkttyp ist es wenig erstaunlich, wenn die Befragten das Risiko eines Renditeoptimierungsprodukts verzerrt wahrnehmen. Für die nähere Analyse wird folgend auf die Rangierung der Risiken der einzelnen Instrumente zurückgegriffen, da insbesondere die Einstufung des Risikos im Vergleich zu den anderen Instrumenten von Relevanz ist und nicht die absolute Höhe der subjektiven Risikoeinschätzung. Zwischen den Besitzgruppen und den Geschlechtern sind Unterschiede feststellbar. Besitzer und Ex-Besitzer schätzen das Risiko der drei Produktkategorien aus theoretischer Sicht korrekt ein. Hingegen sind für Noch–Nie–Besitzer Renditeoptimierungsprodukte riskanter als Partizipationsprodukte. Bei der Unterteilung nach Geschlecht ist zu beobachten, dass Frauen die Risikorelation besser einschätzen können als Männer. Überraschend schätzen auch von einem Barriere–Ereignis betroffene Besitzer oder Ex–Besitzer Renditeoptimierungsprodukte mehrheitlich weniger riskant als Partizipationsprodukte ein, und dies obwohl das Durchbrechen der Barriere meist grosse Verluste zur Folge hat.

Hingegen beeinflussen sich die Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten und die subjektive Risikoeinschätzung. Personen mit negativer Einstellung stufen das Risiko von Strukturierten Produkten höher ein als Befragte mit positiver oder neutraler Einstellung ( $\leftrightarrow$  Tabelle 20). Auffallend ist, dass negativ eingestellte Befragte Strukturierte Produkte sogar als riskanter als Aktien einschätzen.

Tabelle 20: Rangierung des Risikos von Anlageinstrumenten nach Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten

|                                 | <b>Einstellung</b> |          |          |
|---------------------------------|--------------------|----------|----------|
|                                 | positiv            | neutral  | negativ  |
| <b>Anlageinstrument</b> (N=622) |                    |          |          |
| Obligationen                    | 1                  | 1        | 1        |
| Fonds                           | 2                  | 2        | 2        |
| Strukturierte Produkte          | 3                  | 3        | <b>4</b> |
| Aktien                          | 4                  | 4        | <b>3</b> |
| <b>Produktkategorie</b> (N=455) |                    |          |          |
| Kapitalschutz                   | 1                  | 1        | 1        |
| Renditeoptimierung              | 2                  | <b>3</b> | <b>3</b> |
| Partizipation                   | 3                  | <b>2</b> | <b>2</b> |

Diese Risikoeinschätzung kann ein Grund für negative Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten sein. Die Resultate deuten zudem darauf hin, dass

---

<sup>298</sup>Vgl. Béguelin (2008a), S. 7.

vielen Befragten ein wesentlicher Vorteil von Strukturierten Produkten nicht bekannt ist. Mit Strukturierten Produkten kann ein Privatanleger das Risiko einer Investition in den Basiswert steuern, indem er einen passenden Produkttyp auswählt. Angenommen ein Anleger möchte in den Swiss Market Index investieren, kann er je nach Risiko, welches er eingehen will, ein adäquates Produkt kaufen. Will er nur wenig Risiko eingehen, ist eine Investition in ein Kapitalschutzprodukt sinnvoll. Ist der Anleger indessen bereit, mehr Risiken auf sich zu nehmen, kann er z.B. in ein Outperformance-Zertifikat investieren.

In Tabelle 20 wird zudem sichtbar, dass auch Personen mit einer neutralen oder negativen Einstellung Renditeoptimierungsprodukte fälschlicherweise riskanter als Partizipationsprodukte einschätzen. Eine mögliche Erklärung findet sich in den Konzepten der Behavioral Finance. Anleger tendieren dazu, nur Informationen zu rezipieren, die ihre Meinung bestärken. Der eigenen Meinung widersprechende Informationen werden häufig ignoriert. Möglicherweise haben die Medienberichte über die häufigen Verletzungen der Barrieren bei Renditeoptimierungsprodukten bei Befragten mit einer neutralen oder negativen Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten dazu geführt, dass diese nur noch negative Nachrichten über Renditeoptimierungsprodukte wahrgenommen haben und daher die Risiken dieser Produktkategorie überschätzen.

#### **5.5.4 Individuelle Risikoeinschätzung unterschiedlicher Anlageinstrumente**

Die im letzten Abschnitt beschriebenen Analysen bezogen sich stets auf die durchschnittliche Risikoeinschätzung der Anlageinstrumente durch alle Befragten oder durch einzelne Befragtengruppen, d.h. es wurde statistisch mit dem Median oder dem arithmetischen Mittel gearbeitet. Zur zusätzlichen Erkenntnisgewinnung wird im folgenden Abschnitt noch die Risikoeinschätzung jedes einzelnen Befragten untersucht. Für jeden Umfrageteilnehmer wird individuell analysiert, wie er das Risiko von Aktien, Obligationen und Strukturierten Produkten einschätzt. Hierfür wird die Reihenfolge bezüglich des Risikos der drei Anlageinstrumente gebildet und anschliessend ausgewertet. So kann gezeigt werden, ob jeder Befragte für sich die Relation der Risiken der drei untersuchten Instrumente korrekt einstuft. Für die Analyse werden ausschliesslich Befragte ins Sample aufgenommen, welche eine Risikoeinschätzung zu den drei Anlageinstrumenten Obligationen, Aktien und Strukturierte Produkte abgegeben haben. Bestätigt wird auch bei dieser Vorgehensweise, dass Obligationen als sicherste

und Aktien als riskanteste Anlagen wahrgenommen werden. 68% aller untersuchten Personen haben Obligationen als risikoärmstes Instrument eingestuft, für 10% sind dies Aktien und für 18% Strukturierte Produkte. Die restlichen 4% sind Befragte, für die alle drei Anlageinstrumente ein identisches Risiko aufweisen. Als risikoreichste Anlagemöglichkeit gelten Aktien mit 54% aller Nennungen, gefolgt von Strukturierten Produkten mit 32% und Obligationen mit 10%.

Tabelle 21 zeigt, wie viele Befragte das Risiko aus theoretischer Sicht korrekt einschätzten und wie häufig das Risiko von Strukturierten Produkten im Vergleich zu Aktien und Obligationen über- oder unterschätzt wurde. Neben den Resultaten aller Befragten sind zudem die Resultate nach Besitzgruppen unterteilt aufgeführt. 56% aller Befragten haben die Risikorelation aus theoretischer Sicht korrekt eingeschätzt. Beinahe ein Viertel aller Antwortenden überschätzen das Risiko von Strukturierten Produkten, d.h. das Risiko wird höher eingestuft als dasjenige von Aktien. Nur 12% unterschätzen das Risiko von Strukturierten Produkten und messen ihnen ein geringeres Risiko als Obligationen zu. Bei den restlichen 10% kann keine Aussage über die Risikoeinschätzung von Strukturierten Produkten gemacht werden, da diese Befragten entweder alle drei Anlageinstrumente als gleich risikoreich oder die Risikorelation von Obligationen und Aktien falsch eingeschätzt haben.

44% der Personen, welche eine Risikoeinschätzung aller drei Instrumente vorgenommen haben, können das Risiko von Strukturierten Produkten im Vergleich zu Aktien und Obligationen nicht korrekt einstufen. Wenn die Befragten, welche nicht alle Instrumente eingestuft haben, noch hinzu addiert werden, erhöht sich diese Zahl auf 60%. Wiederum wird der offensichtlich bestehende Informationsbedarf der Bevölkerung deutlich, da die Einschätzung des Risikos vor dem Kauf eines Strukturierten Produkts für jeden Anleger ein zentrales Thema sein muss.

Tabelle 21: Individuelle Risikoeinschätzung nach Besitzgruppen

|                   |         | <b>Risiko von Strukturierten Produkten</b> |              |             |                     |
|-------------------|---------|--|--------------|-------------|---------------------|
|                   |         | korrekt eingeschätzt                       | unterschätzt | überschätzt | unklar eingeschätzt |
| Alle              | (N=622) | 56%  | 12%          | 22%         | 10%                 |
| Besitzer          | (N=107) | 63%  | 11%          | 14%         | 12%                 |
| Ex-Besitzer       | (N=56)  | 64%  | 5%           | 25%         | 6%                  |
| Noch-Nie-Besitzer | (N=459) | 54%  | 13%          | 23%         | 10%                 |

Deutliche Unterschiede sind zwischen den Besitzgruppen festzustellen. Der hö-



here Anteil an das Risiko korrekt einschätzenden Personen bei den Besitzern und Ex-Besitzern als bei den Noch-Nie-Besitzern zeigt, dass Besitzer und Ex-Besitzer weniger Mühe als Noch-Nie-Besitzer haben, das Risiko von Strukturierten Produkten einzustufen ( $\hookrightarrow$  Tabelle 21). Dies bestätigen auch die Resultate der Selbsteinschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte aus Abschnitt 5.4.3. Besitzer und Ex-Besitzer stufen ihr Wissen deutlich höher ein als Noch-Nie-Besitzer. Zwischen Besitzern und Ex-Besitzern besteht ebenfalls ein Unterschied. Während überproportional viele Besitzer das Risiko von Strukturierten Produkten unterschätzen, überschätzt ein Viertel aller Ex-Besitzer das Risiko. Ex-Besitzer scheinen durch ihre Erfahrungen mit Strukturierten Produkten vorsichtiger geworden zu sein, während die Besitzer tendenziell eher zu optimistisch sind.

Die Einschätzung der Risikorelation zwischen den drei Produktkategorien fällt den Befragten schwer. Nur knapp die Hälfte (47%) aller Befragten hat alle drei Kategorien auf ihre Risiken hin beurteilt, davon hat beinahe ein Viertel alle Kategorien als gleich riskant eingestuft. Nur ein Drittel aller Personen, die sämtliche Kategorien bezüglich des Risikos beurteilt haben, konnte die korrekte Risikorelation zwischen Kapitalschutz-, Renditeoptimierungs- und Partizipationsprodukten herstellen. Dies entspricht 15% aller Personen, die um die Risikoeinschätzung der drei Kategorien ersucht worden sind. Wie schon zuvor machen diese Resultate deutlich, dass ein korrektes Risikoverständnis von Strukturierten Produkten in der Schweizer Bevölkerung noch wenig verbreitet ist und hier Handlungsbedarf besteht.

#### **5.5.5 Wesentliche Erkenntnisse**

Zwischen der Wahrnehmung von Strukturierten Produkten und der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten besteht ein Zusammenhang. Diesem Umstand müssen die Emittenten Beachtung schenken, wenn sie den Marktanteil von Strukturierten Produkten im Vergleich zu anderen Anlageinstrumenten ausbauen wollen. Zurzeit schätzt die Bevölkerung Strukturierte Produkte als eher kompliziert und spekulativ ein. Diese Einschätzung ist teilweise berechtigt, existieren doch sehr komplexe Produkte am Markt. Die Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 löste indessen einen Trend hin zu einfacheren, für einen Grossteil der Anleger leicht verständlichen Anlageinstrumenten aus.<sup>299</sup> Neben der Vereinfachung der Produkte gilt es zudem das Informationsdefizit vieler Anleger

---

<sup>299</sup>Vgl. Béguelin und Kuster (2009).

zu reduzieren. Ein wichtiger Ansatzpunkt zur Reduktion ist die Ausbildung der Kundenberater, die von vielen Banken in naher Zukunft intensiviert werden wird. Wie eine Studie des Instituts für schweizerisches Bankwesen zeigte, haben drei Viertel aller Deutschschweizer Banken im Herbst 2008 geplant, die Ausbildung im Bereich Strukturierter Produkte auszubauen.<sup>300</sup>

Auch bei der Risikoeinschätzung unterschiedlicher Anlageinstrumente sind Defizite auszumachen. Über die Hälfte der Befragten kann das Risiko von Strukturierten Produkten in Relation zu Aktien und Obligationen nicht korrekt einschätzen, und nur 15% vermögen das Risiko der drei Produktkategorien richtig einzuordnen. Ein erster wichtiger Schritt in Richtung verbesserter Information wurde mit der Einführung der Value-at-Risk Kennzahl durch den Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte gemacht. Diese ermöglicht dem Anleger, das Risiko seines Produkts im Vergleich zu den Risiken bekannter Anlageinstrumente wie Sparkonten, Obligationen oder Aktien zu sehen.<sup>301</sup> Dadurch wird ein Instrument geschaffen, welches dem Anleger die Möglichkeit bietet, das Verlustrisiko seiner Strukturierten Produkte besser abzuschätzen.

---

<sup>300</sup>Vgl. Forrer (2008), S. 69–70.

<sup>301</sup>Vgl. Rasch (2009b).

## **6 Empirische Untersuchung des Anlageprozesses bei Strukturierten Produkten**

Nach der Analyse des Bekanntheitsgrades, der Wahrnehmung und der Risikoeinschätzung von Strukturierten Produkten wird in diesem Kapitel der Anlageprozess bei Strukturierten Produkten betrachtet. Dabei wird untersucht, wie sich Besitzer und Ex-Besitzer über Strukturierte Produkte informieren, wie sie ihre Kaufentscheidung treffen und wie sie den Handel ausführen. Zuletzt wird auf die Messung des Anlageerfolgs eingegangen und analysiert, von welchen Faktoren die mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite abhängt.

### **6.1 Vermögensallokation nach Anlageklassen**

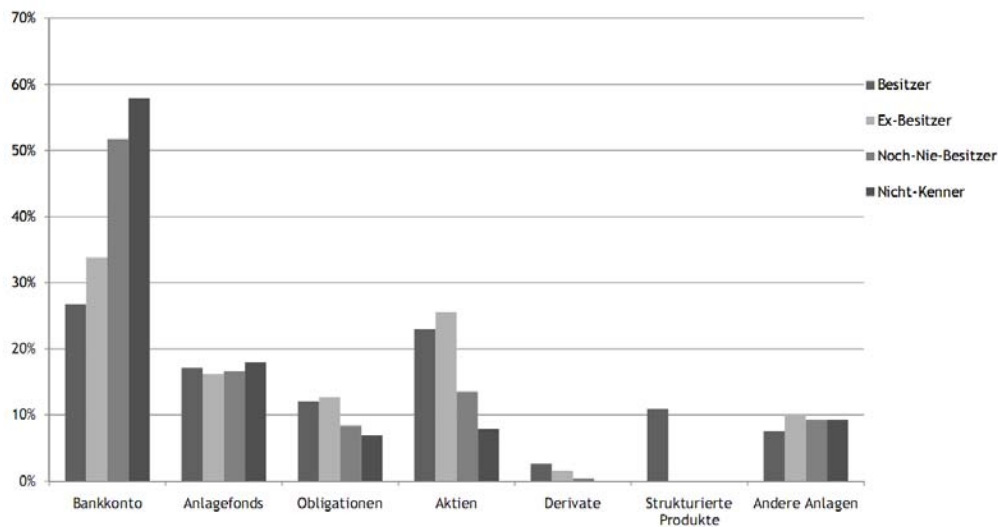
Zunächst wird die durchschnittliche Vermögensallokation in einzelne Anlageklassen wie Aktien, Obligationen oder Strukturierte Produkte analysiert, wobei bei den Besitzern der Anteil von Strukturierten Produkten am Gesamtvermögen im Vordergrund steht. Im untersuchten Sample werden in Abschnitt 6.1.1 und 6.1.2 nur Befragte berücksichtigt, die vollständige Angaben zur Zusammensetzung ihres Vermögens machten, d.h. bei denen die Summe der finanziellen Anlagen 100% ergab.

#### **6.1.1 Vermögensallokation der Bevölkerung nach Anlageklassen**

Deutliche Unterschiede sind im Vergleich zwischen den Besitzern und den Noch-Nie-Besitzern sowie den Nicht-Kennern in Abbildung 45 sichtbar. Die zuletzt genannten Gruppen halten durchschnittlich mehr als die Hälfte ihres Vermögens als Liquidität, die Aktien- und Obligationenquote ist hingegen tiefer als bei den Besitzern und Ex-Besitzern von Strukturierten Produkten. Wie auch der sehr kleine Anteil an Derivaten im Portfolio zeigt, sind sowohl Noch-Nie-Besitzer als auch Nicht-Kenner nicht gewillt, zu viele Risiken bei der Anlage ihres Vermögens einzugehen.

Die Ex-Besitzer unterscheiden sich von den Besitzern hauptsächlich durch den fehlenden Anteil an Strukturierten Produkten im Portfolio. Dieser Anteil wird von den Ex-Besitzern hauptsächlich auf einem Bankkonto gehalten, nur ein kleiner Teil wurde in Aktien oder in andere Anlagen wie Immobilien investiert.

Abbildung 45: Prozentuale Allokation des Vermögens der Besitzgruppen (N=1'126)

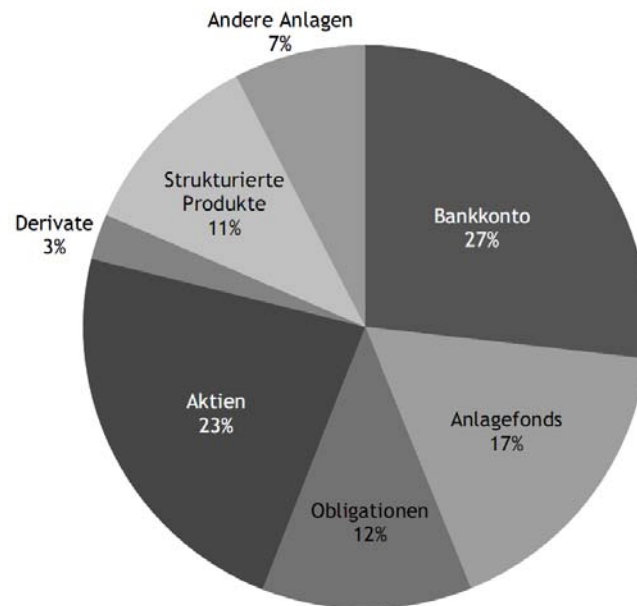


### 6.1.2 Vermögensallokation der Besitzer nach Anlageklassen

Die durchschnittliche Vermögensallokation im Portfolio eines Besitzers von Strukturierten Produkten geht aus Abbildung 46 hervor. Je ein Viertel des Vermögens wird als Liquidität gehalten und in Aktien investiert. Der Anteil an Strukturierten Produkten ist mit knapp 11% ähnlich gross wie der Obligationen-Anteil. Nur gering ist der Anteil an Derivaten.

Während Merkmale wie Geschlecht, Schulabschluss oder Alter keinen messbaren Einfluss auf den Anteil an Strukturierten Produkten im Depot haben, nimmt der Anteil mit zunehmendem Vermögen ab. Personen mit einem Vermögen kleiner als 100'000 CHF haben knapp 15% ihres Vermögens in Strukturierte Produkte angelegt (↔Abbildung 47). Sichtbar wird zudem, dass diese Anleger beinahe die Hälfte ihres Geldes als Liquidität halten. Häufig macht bei dieser Gruppe aus ökonomischer Sicht eine Anlage aus Gründen der zu geringen Vermögenshöhe oder der Notwendigkeit einer ausreichenden Liquiditätshaltung keinen Sinn. Auffällig und aus der Perspektive der Finance-Theorie sinnvoll ist, dass Personen mit kleinerem Vermögen eher in diversifizierte Anlagen wie Anlagefonds oder Strukturierte Produkte investieren. Anleger mit einem Vermögen von über 1 Mio. CHF ziehen Direktanlagen in Aktien und Obligationen vor. Der Anteil an Strukturierten Produkten ist im Vergleich zu Anlegern mit kleinen Vermögen mit 7% nur noch halb so gross. Durch das höhere Vermögen können diese

Abbildung 46: Prozentuale Allokation des Vermögens der Besitzer (N=251)



Marktteilnehmer auch mit Direktanlagen genügend diversifizieren und damit die verschiedenen Anlagekosten<sup>302</sup> vermeiden.

Einen Einfluss auf den Anteil an Strukturierten Produkten im Depot hat auch die eigene Einschätzung der Kenntnisse über Strukturierte Produkte.<sup>303</sup> Das Portfolio eines Besitzers, welcher seine Kenntnisse als gut oder sehr gut einschätzt, weist einen Anteil von beinahe 12% an Strukturierten Produkten auf. Sich selbst als Personen mit keinem oder wenig Wissen über Strukturierte Produkte einschätzende Besitzer halten durchschnittlich nur knapp 9% Strukturierte Produkte in ihrem Depot. Die Datenanalyse zeigt indessen, dass nur die Einschätzung des eigenen Kenntnisstands, nicht aber das tatsächliche Wissen über Strukturierte Produkte die Höhe des Anteils an Strukturierten Produkten im Portfolio beeinflusst.

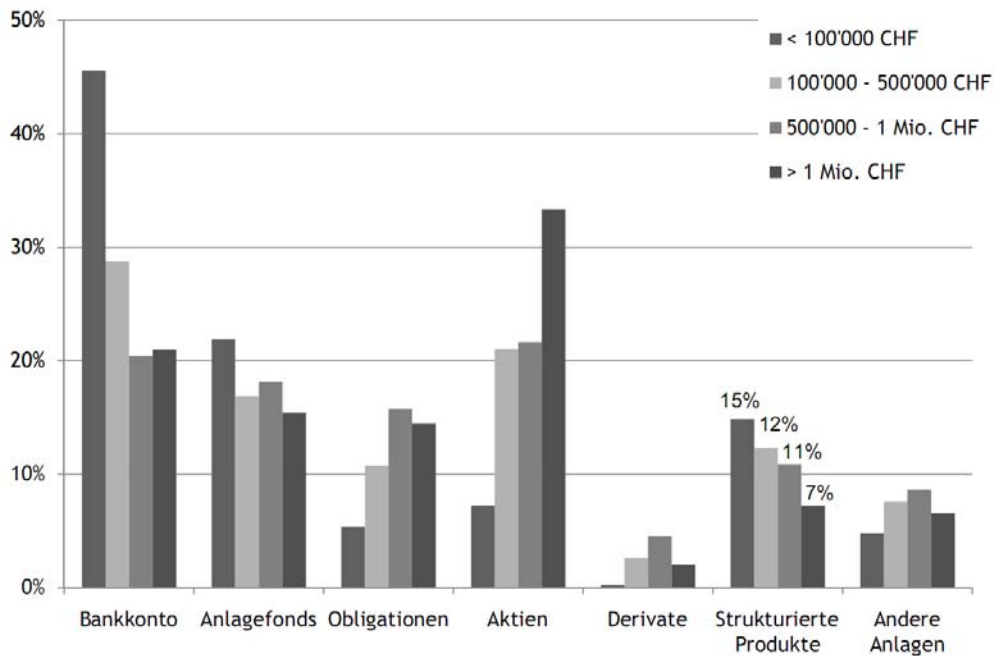
## 6.2 Diversifikation bei Strukturierten Produkten

Der Anteil Strukturierter Produkte am Gesamtvermögen von 11% lässt den Schluss zu, dass die meisten Anleger Strukturierte Produkte zur Ergänzung ihres Portfolios verwenden. Diese Schlussfolgerung wird auch durch die durch-

<sup>302</sup> Anlagekosten entstehen z.B. durch Fondsgebühren oder die Gewinnmarge bei Strukturierten Produkten.

<sup>303</sup> Die Methodik der Erfassung dieses Merkmals wird in Abschnitt 5.4.3 auf Seite 118 erläutert.

Abbildung 47: Prozentuale Allokation des Vermögens der Besitzer nach Vermögensklasse (N=217)



schnittliche Anzahl Strukturierter Produkte ( $\leftrightarrow$ Abbildung 48) in den Anlageportfolios der Besitzer bestätigt. Ein Drittel besitzt lediglich ein Produkt und nur knapp 10% aller analysierten Umfrageteilnehmer investierten in sechs oder mehr Strukturierte Produkte.

### 6.2.1 Anlage in einzelne Produktkategorien

In diesem Abschnitt wird die Anlage der Besitzer in die drei Produktkategorien Kapitalschutz, Renditeoptimierung und Partizipation betrachtet. Tabelle 22 zeigt, welche der jeweiligen Produktkategorien von den befragten Besitzern im Portfolio gehalten werden, wobei die Risikoneigung des Anlegers berücksichtigt wird. Dabei gilt es zu beachten, dass die Summe der Resultate nicht 100% ergibt, da Mehrfachantworten möglich waren. Während dem Risiko abgeneigte oder neutral eingestellte Besitzer sichere Kapitalschutzprodukte den eher risikanteren Produktkategorien Partizipation und Renditeoptimierung vorziehen, kaufen risikosuchende Anleger erwartungsgemäss häufiger Partizipations- und Renditeoptimierungsprodukte.

Die Resultate belegen, dass viele Anleger aus Sicht ihrer persönlichen Risikonei-

Abbildung 48: Anzahl Strukturierte Produkte im Depot (N=222)

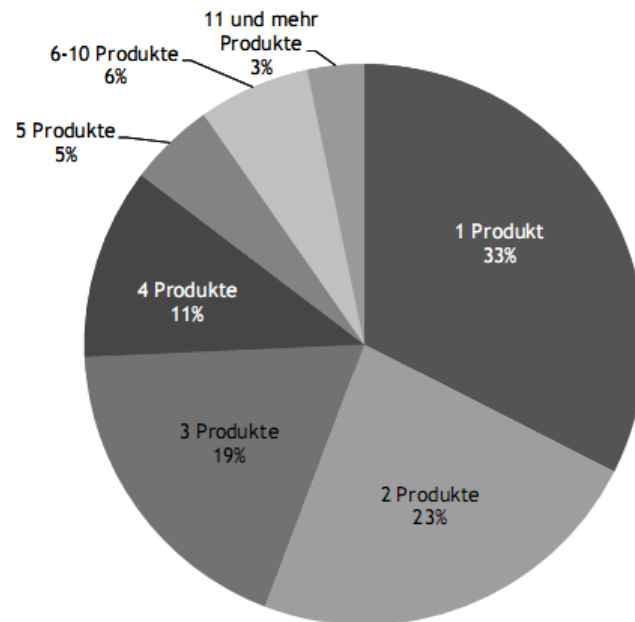


Tabelle 22: Besitz Produktkategorien nach Risikoneigung der Anleger

|                    | Alle<br>N=107 | risiko-<br>abgeneigt<br>N=23 | risiko-<br>neutral<br>N=65 | risiko-<br>suchend<br>N=19 |
|--------------------|---------------|------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| <b>Kategorie</b>   |               |                              |                            |                            |
| Kapitalschutz      | 56%           | 74%                          | 59%                        | 26%                        |
| Renditeoptimierung | 41%           | 31%                          | 41%                        | 48%                        |
| Partizipation      | 38%           | 47%                          | 32%                        | 47%                        |

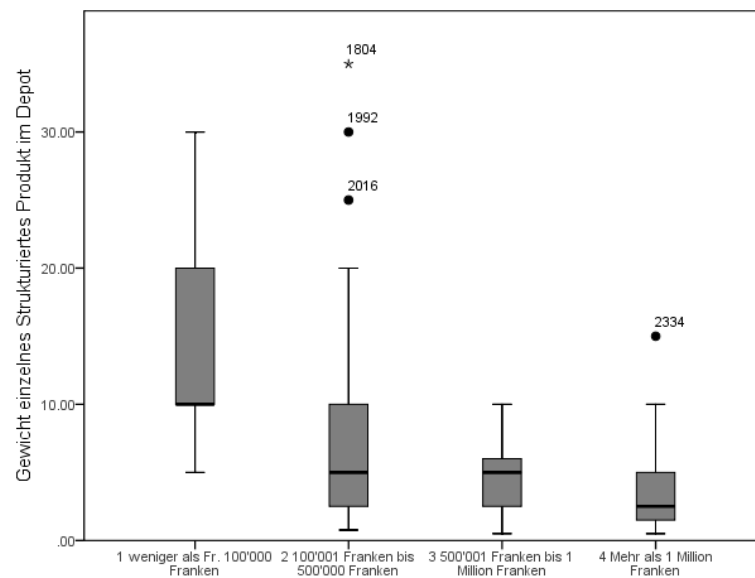
gung sinnvolle Produkte auswählen. Sie bestätigen aber auch die Resultate aus Abschnitt 2.3.2: Privatanleger haben mehr als die Hälfte ihres in Strukturierte Produkte angelegten Vermögens in Kapitalschutzprodukte investiert. Dadurch lässt sich die Fragestellung 4<sup>304</sup> positiv beantworten. Anleger ziehen Produkte mit einem konvexen Auszahlungsprofil (Kapitalschutzprodukte) den Renditeoptimierungsprodukten mit einem konkaven oder den Partizipationsprodukten mit einem symmetrischen Auszahlungsprofil vor.

<sup>304</sup> „Bevorzugen Anleger Produkttypen mit konvexen Auszahlungsprofilen gegenüber Produkten mit konkaven oder symmetrischen Profilen?“ (siehe S. 95)

### 6.2.2 Durchschnittliches Gewicht eines einzelnen Strukturierten Produkts im Depot

Zur Bestimmung des Grads der Konzentration oder der Diversifikation innerhalb der Kategorie der Strukturierten Produkte, wird das durchschnittliche Gewicht eines einzelnen Strukturierten Produkts im Depot eines Anlegers ermittelt. Das Gewicht wird berechnet, indem in jedem Portfolio der Anteil an Strukturierten Produkten durch die Anzahl Produkte dividiert wird. Der Box-Plot ( $\leftrightarrow$ Abbildung 49) zeigt, dass der Anteil mit zunehmendem Vermögen abnimmt. Bei Anlegern mit einem Vermögen von unter 100'000 CHF beträgt der Anteil durchschnittlich 13,6%, während dieser bei sehr vermögenden Personen nur noch 3,6% beträgt. Diese Tatsache überrascht nicht, da es Personen mit kleinem Vermögen schwerer fällt, sich gut zu diversifizieren.

Abbildung 49: Durchschnittliches Gewicht eines einzelnen Strukturierten Produkts im Depot (N=162)



Auffällig beim Box-Plot ist zudem die grosse Streuung der Werte bei Befragten mit weniger als 100'000 CHF Vermögen. Bei drei Vierteln aller Anleger beträgt das Gewicht mindestens 10% des Depotwerts und bei einem Viertel sogar mindestens 20%. Dieser Umstand sowie die häufige Konzentration auf sehr wenige Strukturierte Produkte lassen den Schluss zu, dass bei den weniger vermögenden Anlegern die Diversifikation ungenügend ist und damit auch dem Gegenparteirisiko zu wenig Rechnung getragen wird. Bei Personen mit einem Vermögen über



500'000 CHF ist das Gewicht eines einzelnen Produkts bei 95% aller Fälle unter 10% des Portfoliowerts und das durchschnittliche Gewicht liegt unter 5%. Bei diesen Personen kann von ausreichender Diversifikation und daher genügender Reduktion des Emittentenrisikos aus Gesamtportfoliosicht gesprochen werden. Neben dem Vermögen hat auch der Wissensstand einen Einfluss auf das Gewicht eines einzelnen Produkts im Depot. Tabelle 23 zeigt, dass ein höherer Wissensstand<sup>305</sup> tendenziell zu einer höheren Diversifikation innerhalb der Kategorie der Strukturierten Produkte und dadurch zu einer Reduktion des Risikos führt.

Tabelle 23: Durchschnittliches Gewicht eines Strukturierten Produkts im Depot nach Wissensstand der Anleger

|                      | Mittleres Gewicht eines Strukturierten Produkts zum Portfoliowert |
|----------------------|---|
| <b>Kenntnisstand</b> |   |
| keine Kenntnisse     | 7.84%   |
| Basiskenntnisse      | 7.45%   |
| gute Kenntnisse      | 6.90%   |
| sehr gute Kenntnisse | 5.10%   |

N=162

## 6.3 Informationsphase im Anlageprozess

Die Beschaffung von Informationen ist der erste Schritt im Anlageprozess. Zunächst werden die Daten zur aufgewendeten Zeit für die Informationsbeschaffung bezüglich Wirtschaftslage, Strukturierte Produkte sowie die persönlichen Anlagen analysiert. Anschliessend wird auf die Relevanz einzelner Medien und Medientypen sowie auf die von den Befragten empfundene Qualität der Informationsquellen eingegangen.

### 6.3.1 Dauer der Informationsbeschaffung

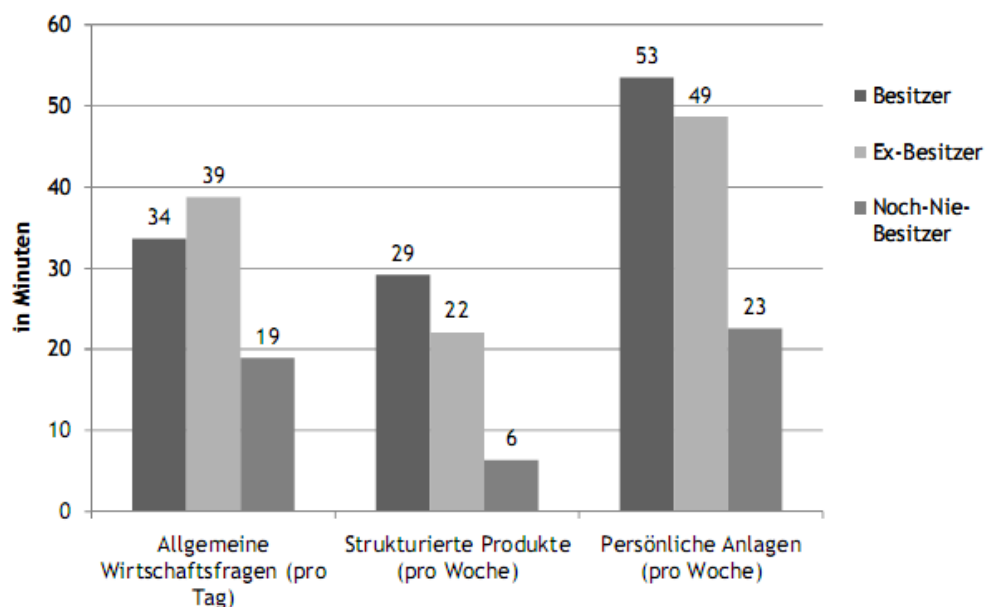
Durchschnittlich informieren sich Personen, die zwischen 18 und 74 Jahren alt sind und die finanziellen Entscheidungen in ihrem Haushalt treffen, 25 Minuten pro Tag über allgemeine Wirtschaftsfragen. Dieser Wert hat sich in den letzten Jahren kaum verändert.<sup>306</sup> Ein geringer Teil dieser Zeit wird für die Informationsbeschaffung betreffend Strukturierter Produkte verwendet. Knapp zwölf Minuten pro Woche wendet ein Befragter durchschnittlich dafür auf. Dies entspricht einem Anteil von 7% an der gesamthaft aufgewendeten Informationszeit

<sup>305</sup>Die Ermittlung des Wissensstands erfolgt mittels Anzahl an korrekten Antworten. Das Vorgehen wird auf Seite 121 beschrieben.

<sup>306</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 32.

über allgemeine Wirtschaftsfragen. Deutliche Unterschiede ( $\leftrightarrow$ Abbildung 50) zeigen sich bei den einzelnen Besitzgruppen. Besitzer und Ex-Besitzer informieren sich deutlich länger sowohl über allgemeine Wirtschaftsfragen als auch über Strukturierte Produkte sowie ihre persönlichen Anlagen als Noch-Nie-Besitzer. Diese Relation ist robust und bleibt gewahrt, auch wenn nur Befragte berücksichtigt werden, welche ihr Vermögen teilweise in Finanzinstrumente investiert haben. Auffallend ist zudem, dass Ex-Besitzer ein wenig mehr Zeit für allgemeine Wirtschaftsfragen aufwenden als Besitzer und dass sie sich noch während über 20 Minuten pro Woche mit Strukturierten Produkten beschäftigen. Bei vielen Ex-Besitzern scheint noch ein Interesse an diesen Produkten zu bestehen.

Abbildung 50: Durchschnittliche Informationsdauer nach Besitzgruppen (N=991)



Strukturierte Produkte absorbieren im Vergleich zu anderen Anlageinstrumenten viel Informationszeit. Besitzer verwenden mehr als die Hälfte der für die Information über ihre Anlagen verwendeten Zeit für Strukturierte Produkte, obwohl deren durchschnittlicher wertmässiger Anteil im Portfolio nur bei 11% liegt.

Während das Alter keinen signifikanten Einfluss auf die Dauer der Informationsbeschaffung hat, informieren sich vermögende Personen signifikant länger über Strukturierte Produkte als weniger Vermögende. Ebenfalls lässt sich beim

Geschlecht ein signifikanter Unterschied feststellen. Männer wenden mit 14 Minuten deutlich mehr Zeit für das Sammeln von Informationen über Strukturierte Produkte auf als Frauen (neun Minuten).<sup>307</sup>

Die Informationsdauer scheint den Kenntnisstand über Strukturierte Produkte zu beeinflussen ( $\leftrightarrow$ Tabelle 24). Je länger sich die Befragten mit allgemeinen Wirtschaftsfragen, Strukturierten Produkten oder ihren persönlichen Anlagen beschäftigten, desto grösser ist ihr Wissen über Strukturierte Produkte.<sup>308</sup>

Tabelle 24: Durchschnittliche Informationsdauer und Kenntnisstand über Strukturierte Produkte

|  | Anzahl korrekter Antworten |    |    |    |    |    |
|--|----------------------------|----|----|----|----|----|
|  | 0                          | 1  | 2  | 3  | 4  | 5  |
| <b>Informationsdauer in Minuten über ...</b> |                            |    |    |    |    |    |
| Allgemeine Wirtschaftsfragen pro Tag (N=734) | 12                         | 19 | 20 | 30 | 58 | 92 |
| Strukturierte Produkte pro Woche (N=700)     | 7                          | 8  | 6  | 17 | 23 | 62 |
| Persönliche Anlagen pro Woche (N=584)        | 20                         | 28 | 49 | 37 | 65 | 58 |

### 6.3.2 Medien zur Informationsbeschaffung

Die Befragten wurden ersucht, die Nutzungshäufigkeit pro Woche für einzelne Medientypen wie Zeitungen oder Internet anzugeben. Dabei wurde zwischen der Beschaffung von Informationen über die künftige Börsenentwicklung sowie über Strukturierte Produkte unterschieden. Tabelle 25 zeigt den Anteil aller Befragten, welche das jeweilige Medium mindestens ein Mal pro Woche als Informationsquelle benützt haben. Die am häufigsten benützte Medienkategorie sind Zeitungen und Zeitschriften. Über drei Viertel aller Umfrageteilnehmenden nutzen die Zeitung mindestens ein Mal pro Woche zur Informationsbeschaffung über Strukturierte Produkte. Das Internet ist das zweithäufigst genutzte Medium, gefolgt von Gesprächen mit Bekannten und dem Fernsehen. Aufgrund des grossen Anteils der Nutzung müsste die Berichterstattung über Strukturierte Produkte in Zeitungen oder Zeitschriften intensiviert werden, damit der Informationsstand bei der interessierten Bevölkerung verbessert werden könnte.<sup>309</sup>

<sup>307</sup>Die beiden Kendall-Tau zeigen auf dem 95%-Konfidenzintervall eine signifikante Beziehung zwischen aufgewendeter Informationszeit und Vermögen bzw. Geschlecht.

<sup>308</sup>Bei linearen Regressionen mit der Anzahl für die Information verwendeter Minuten als erklärende Variable differiert diese in allen drei Fällen auf dem 95%-Konfidenzintervall signifikant von Null. Jedoch ist der Erklärungsgrad ( $R^2$ ) mit Werten unter 0.2 gering. Auch wenn Kontrollvariablen wie Geschlecht oder Ausbildung der Regression hinzugefügt werden, ändert sich an der Signifikanz der Resultate nichts.

<sup>309</sup>In Abschnitt 5.4.4 wurde gezeigt, dass viele Anleger nur ein geringes Wissen über Strukturierte Produkte aufweisen.

Bestrebung in dieser Hinsicht ist z.B. die Publikation der monatlich erscheinenden Zeitschrift „payoff“, die ausschliesslich über Strukturierte Produkte berichtet und unentgeltlich als PDF-Dokument abonniert werden kann.<sup>310</sup> Erwähnenswert ist zudem die seit dem Jahr 2006 jährlich erscheinende Sonderbeilage der NZZ über derivative Produkte sowie die tägliche Berichterstattung in derselben Zeitung. Seit Beginn des Jahres 2008 berichtet auch der Tages-Anzeiger ausführlich über Strukturierte Produkte. So werden die Kurse der meist gehandelten Partizipations-, Renditeoptimierungs- und Kapitalschutzprodukte sowie Informationen über einzelne Produkttypen publiziert.

Tabelle 25: Anteil an der wöchentlichen Nutzung unterschiedlicher Medienarten zur Informationsbeschaffung

|   | <b>Strukturierte<br/>Produkte</b><br>(N=294) | <b>Börsenent-<br/>wicklungen</b><br>(N=300) |
|---|--|---|
| <b>Medium für Informationsbe-<br/>schaffung</b> |  |   |
| Zeitungen & Zeitschriften                       | 77%  | 93%   |
| Internet  | 58%  | 68%   |
| Gespräch mit Bekannten                          | 53%  | 67%   |
| TV  | 53%  | 77%   |
| Inserate  | 52%  | n/a   |
| Research von Banken                             | 37%  | 40%   |
| Gespräch mit Anlageberater                      | 25%  | 24%   |
| Research von Nicht-Banken                       | 24%  | 21%   |
| Fachbücher                                      | 23%  | 27%   |
| Investmentclub                                  | 11%  | 8%  |

Das Fernsehen wird von 75% aller befragten Personen als Informationsquelle über das allgemeine Börsengeschehen genutzt, während nur etwas mehr als die Hälfte der Umfrageteilnehmenden das Fernsehen als Medium zur Informationsbeschaffung über Strukturierte Produkte verwenden. Dieser Umstand lässt sich dadurch erklären, dass Strukturierte Produkte in TV-Sendungen seltener thematisiert werden als das allgemeine Börsengeschehen. Vergleichsweise weniger wichtig sind hingegen das Internet oder Gespräche mit Bekannten.

Überraschend gross ist die Relevanz von Inseraten für die Informationsbeschaffung über Strukturierte Produkte. Über die Hälfte aller Befragten nutzen dieses Medium regelmässig. Demgegenüber werden Research-Berichte von Banken nur von knapp einem Drittel verwendet. Der hohe Anteil bei den Inseraten zeigt das Bedürfnis der Anleger nach kompakter Information über Strukturierte Produk-

<sup>310</sup>Weitere Informationen und die Möglichkeit zum Download sind unter folgendem Link zu finden: <http://www.payoff.ch>.

te.

Weiter wurde die Häufigkeit der Nutzung der Medien untersucht, um die Relevanz der einzelnen Medienarten festzustellen. Tabelle 26 zeigt, wie häufig die einzelnen Medien durchschnittlich pro Woche zur Beschaffung von Informationen eingesetzt werden. Zeitungen und Zeitschriften werden am häufigsten genutzt, gefolgt von Internet und Fernsehen. Durchschnittlich beinahe ein Mal pro Woche werden Inserate verwendet, um Informationen über Strukturierte Produkte zu sammeln.

Tabelle 26: Durchschnittliche Nutzungshäufigkeiten der Medienarten zur Informationsbeschaffung

|  | <b>Strukturierte<br/>Produkte</b><br>(N=294) | <b>Börsenent-<br/>wicklungen</b><br>(N=300) |
|--|--|---|
| <b>Medium für Informationsbe-<br/>schaffung zu ...</b> |  |   |
| Zeitungen & Zeitschriften                              | 2.28   | 4.83  |
| Internet   | 1.60   | 3.68  |
| TV   | 1.42   | 3.67  |
| Gespräch mit Bekannten                                 | 0.98   | 1.81  |
| Inserate   | 0.95   | n/a   |
| Research von Banken                                    | 0.56   | 1.09  |
| Research von Nicht-Banken                              | 0.26   | 0.39  |
| Fachbücher   | 0.25   | 0.53  |
| Anlageberater  | 0.23   | 0.40  |
| Investmentclub   | 0.05   | 0.10  |

Eine detailliertere Analyse zur Nutzungshäufigkeit der Medienarten zeigt, dass je nach Wissensstand, Geschlecht und Vermögen unterschiedliche Medien zur Informationsbeschaffung bevorzugt werden. Personen ohne Kenntnisse<sup>311</sup> über Strukturierte Produkte informieren sich am häufigsten in Zeitungen oder Zeitschriften, gefolgt vom Fernsehen und Inseraten. Über Basiskenntnisse oder gute Kenntnisse verfügende Befragte bevorzugen ebenfalls Zeitungen oder Zeitschriften als Informationsquelle. Auf dem zweiten Platz folgt das Internet und auf dem dritten das Fernsehen. Besser informierte Personen beziehen ihre Informationen nicht aus Inseraten, sondern tendenziell eher aus dem Internet. Inserate scheinen – wenig überraschend – kaum Informationen über Strukturierte Produkte zu transportieren, sind diese doch Marketing- und nicht Informationsinstrumente. Sehr gute Kenntnisse aufweisende Befragte informieren sich am häufigsten im Internet, gefolgt von Zeitungen und Zeitschriften sowie in Gesprächen mit

<sup>311</sup>Die Zuordnung zu einer Kenntniskategorie wurde in Abschnitt 5.4.4 vorgenommen.

Freunden und Bekannten. Inserate und Fernsehen sind für diese Personen keine wichtigen Informationsquellen. Für potenzielle Anleger in Strukturierte Produkte lassen diese Resultate den Schluss zu, dass sich nützliche Informationen über Strukturierte Produkte vorwiegend in Zeitungen bzw. Zeitschriften oder im Internet finden lassen.

Zeitungen sowie Zeitschriften sind bei beiden Geschlechtern das am häufigsten genutzte Medium. Ansonsten lassen sich zwischen den Geschlechtern ebenfalls Unterschiede feststellen. Männer informieren sich sowohl über Strukturierte Produkte als auch über die künftige Börsenentwicklung eher über das Internet als im Fernsehen. Beim weiblichen Geschlecht ist dies umgekehrt; Frauen nutzen zur Informationsbeschaffung das Fernsehen häufiger als das Internet. Diese unterschiedliche Medienwahl und die von Männern zusätzlich eingesetzte Zeit für das Sammeln von Informationen könnten Gründe dafür sein, dass Männer einen höheren Kenntnisstand über Strukturierte Produkte haben als Frauen.

Das Fernsehen verliert mit zunehmendem Vermögen an Bedeutung als Informationsmedium. Während bei Personen mit einem Vermögen bis 100'000 CHF das Fernsehen das zweitwichtigste Medium ist und bei Befragten mit 100'001 bis 500'000 CHF noch an dritter Stelle rangiert, figuriert es bei Anlegern mit einem Vermögen von über 500'000 CHF nicht mehr unter den drei wichtigsten Medien. Dafür werden Research-Berichte von Banken häufiger zur Informationsbeschaffung über Strukturierte Produkte verwendet.

Bei einer Analyse der genutzten Zeitungen und Zeitschriften wird ersichtlich, dass die NZZ die wichtigste Informationsquelle sowohl für das allgemeine Wirtschaftsgeschehen als auch für Strukturierte Produkte ist. Knapp 30% aller sich über Zeitungen informierenden Personen nutzen die NZZ zur Informationsbeschaffung. Ebenfalls häufig verwendet werden der Tages-Anzeiger sowie die Finanz und Wirtschaft. Fachzeitschriften wie das Payoff-Magazine oder Stocks werden nur von wenigen Anlegern genutzt, um sich über Strukturierte Produkte zu informieren.

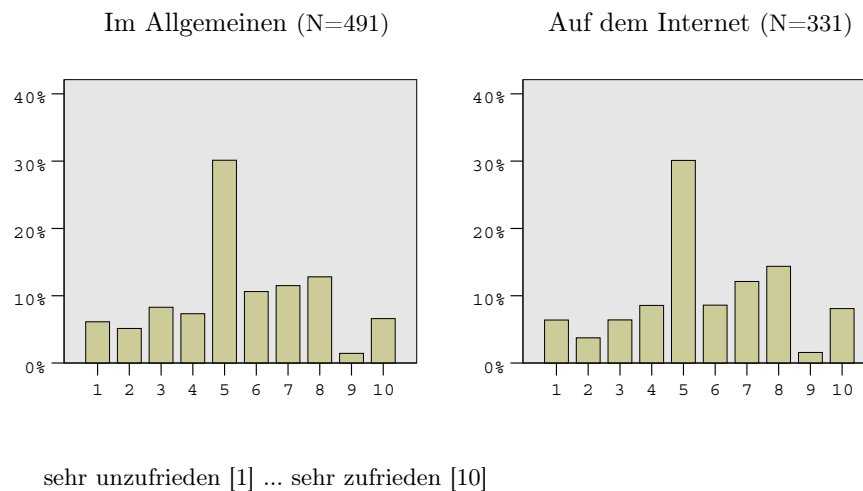
Websites von Zeitungen oder Zeitschriften sind auch als Informationsquelle im Internet weit verbreitet. Häufiger als die Websites von Zeitungen werden nur die Internetauftritte von Banken als Quellen verwendet. Beinahe die Hälfte der sich über das Internet informierenden Befragten nutzt die Website einer Bank als Informationsquelle. Bankunabhängige Angebote wie [payoff.ch](http://payoff.ch), [invest.ch](http://invest.ch) oder [moneycab.ch](http://moneycab.ch) spielen hingegen bei der Informationsbeschaffung nur eine margi-

nale Rolle.

### 6.3.3 Zufriedenheit mit Informationen der Emittenten

Die Zufriedenheit der Befragten mit emittentenseitigen Informationen über Strukturierte Produkte liegt im mittleren Bereich. Die Median-Werte der Antworten zur Einschätzung der Informationsgüte im Allgemeinen sowie der internetspezifischen liegen auf einer Skala von eins (sehr unzufrieden) bis zehn (sehr zufrieden) bei fünf. Die Diagramme in Abbildung 51 zeigen deutlich die Tendenz zur Mitte. Zudem wird auch ersichtlich, dass über ein Viertel der Befragten mit den Informationen der Emittenten nicht zufrieden sind.

Abbildung 51: Zufriedenheit mit Informationen von Emittenten im Allgemeinen und im Internet



Beim Vergleich der Median-Werte einzelner Gruppen wird sichtbar, dass Besitzer die Informationsgüte mit Median-Werten von sechs besser beurteilen als Ex-Besitzer sowie Noch-Nie-Besitzer mit Median-Werten von je fünf. Weibliche Befragte sind zudem mit den Informationen der Emittenten im Allgemeinen zufriedener als Männer. Dies gilt jedoch nicht für auf dem Internet verfügbare Informationen, die von beiden Geschlechtern mit einem Median-Wert von fünf beurteilt werden.

Während das Vermögen keinen Einfluss auf die Zufriedenheit hat, wird in Tabelle 27 der auffallendste Unterschied ersichtlich. Personen mit einer positiven Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten zeigen sich mit einem Median-Wert von sieben deutlich zufriedener mit den Informationen der Emittenten als

negativ eingestellten Befragte, die mit einem Median-Wert von vier ihre Unzufriedenheit ausdrücken.

Tabelle 27: Zufriedenheit mit Informationen von Emittenten nach Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten

|   |         | Einstellung |         |         |
|---|---------|-------------|---------|---------|
|   |         | positiv     | neutral | negativ |
| Median-Werte der Güte der Informationen ... |         |             |         |         |
| im Allgemeinen                              | (N=480) | 7           | 5       | 4       |
| im Internet                                 | (N=323) | 7           | 5       | 4       |

Der Einfluss der Informationsgüte auf die Einstellung und somit auf das Interesse an Strukturierten Produkten zeigt sich auch anhand der Werte in Tabelle 28. Beinahe 40% aller mit den Informationen unzufriedenen Personen<sup>312</sup> sind Strukturierten Produkten gegenüber negativ eingestellt, während knapp ein Drittel der zufriedenen Befragten eine positive Einstellung haben. Wie auch in Tabelle 27 wird deutlich, dass ein Zusammenhang zwischen der Zufriedenheit mit den Informationen über Strukturierte Produkte und der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten besteht.<sup>313</sup>

Tabelle 28: Einfluss der Informationszufriedenheit auf Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten

|   |     | Einstellung |         |         |
|---|-----|-------------|---------|---------|
|   |     | positiv     | neutral | negativ |
| <b>Beurteilung der Informationsgüte ...</b> |     |             |         |         |
| unzufrieden                                 | 11% | 51%         | 38%     |         |
| neutral                                     | 12% | 77%         | 11%     |         |
| zufrieden                                   | 32% | 56%         | 12%     |         |

N=480

<sup>312</sup>Die Kategorisierung wurde aufgrund der Beurteilungen der allgemeinen Informationen der Emittenten auf einer 10er-Skala wie folgt vorgenommen:

**unzufrieden:** Werte 1–4: Beurteilten die zur Verfügung gestellten Informationen schlechter als mit dem mittleren Wert von fünf.

**neutral:** Wert 5: Sind weder unzufrieden noch zufrieden.

**zufrieden:** Werte 6–10: Beurteilten die zur Verfügung gestellten Informationen besser als mit dem mittleren Wert von fünf.

<sup>313</sup>Zwischen Informationszufriedenheit und der Einstellung besteht ein statistisch hoch signifikanter Zusammenhang. So sind die Werte für den Chi-Quadrat-Test sowohl für die 10er-Skala wie auch für die zuvor erläuterte Kategorisierung signifikant.



### 6.3.4 Erster Kontakt mit Strukturierten Produkten

Ein Viertel der Befragten wurde von einem Finanzinstitut auf die Existenz Strukturierter Produkte aufmerksam gemacht, und je ein Sechstel erfuhr in Zeitungsberichten oder von Verwandten sowie Bekannten von Strukturierten Produkten. Tabelle 29 zeigt – rangiert nach Häufigkeit – weitere Quellen, in denen die Befragten das erste Mal auf Strukturierte Produkte aufmerksam wurden, sowie einen Vergleich zwischen den Besitzgruppen. Auffallend ist, dass sowohl Besitzer als auch Ex-Besitzer sehr häufig von Banken und deren Beratern auf Strukturierte Produkte angesprochen wurden. Bei den Noch-Nie-Besitzern ist dieser Anteil viel kleiner. Zeitungsberichte sind für diese Gruppe die häufigste Art, um zu Erstinformationen zu gelangen. Bei allen drei Besitzgruppen ist das Zeitungsinserat kein wichtiges Medium, um die Aufmerksamkeit zu erlangen. Häufiger als in Inseraten lernen die Befragten bei der Arbeit oder in der Aus- und Weiterbildung Strukturierte Produkte kennen.

Tabelle 29: Quellen zur Erlangung der Aufmerksamkeit auf Strukturierte Produkte

|                      | <b>Alle</b><br>N=689 | <b>Besitzer</b><br>N=115 | <b>Ex-Besitzer</b><br>N=53 | <b>Noch-Nie-Besitzer</b><br>N=521 |
|----------------------|----------------------|--------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| <b>Quelle</b>        |                      |                          |                            |                                   |
| Bank                 | 24%                  | 47%                      | 38%                        | 18%                               |
| Zeitungsbericht      | 18%                  | 9%                       | 7%                         | 21%                               |
| Verwandte & Bekannte | 15%                  | 16%                      | 14%                        | 15%                               |
| Arbeit               | 6%                   | 8%                       | 11%                        | 5%                                |
| Ausbildung           | 6%                   | 5%                       | 6%                         | 6%                                |
| Internet             | 6%                   | 5%                       | 11%                        | 5%                                |
| Zeitungsinserat      | 5%                   | 4%                       | 7%                         | 5%                                |
| Fernsehen            | 4%                   | 1%                       | 0%                         | 5%                                |

Mit steigendem Vermögen werden die Befragten zunehmend häufiger durch den Bankberater auf Strukturierte Produkte aufmerksam gemacht. So wird beinahe die Hälfte aller Personen mit einem Vermögen von über 1 Mio. CHF von einem Finanzinstitut zum ersten Mal auf Strukturierte Produkte angesprochen. Weniger Vermögende stossen eher im Internet oder durch Bekannte oder Verwandte auf dieses Anlageinstrument. Zwischen den Geschlechtern gibt es keine Unterschiede. Von Interesse ist hingegen die Beobachtung, dass Strukturierte Produkte in der heutigen Ausbildung einen wichtigeren Stellenwert haben als dies früher der Fall war. Während bei der Gruppe der 18 bis 29-Jährigen beinahe ein Viertel in ihrer Ausbildung zum ersten Mal von Strukturierten Produkten

vernommen haben, beträgt dieser Anteil bei den übrigen Altersgruppen nur zwei Prozent.

### 6.3.5 Beratung durch die Bank

Der Bankkundenberater hat beim Kauf von Strukturierten Produkten eine wichtige Rolle inne. Knapp 70% aller Anleger in Strukturierte Produkte haben sich vor dem Kauf von der Bank beraten lassen. Bei der Analyse nach Besitzgruppen zeigen sich in Tabelle 30 Unterschiede. Aktuelle Besitzer von Strukturierten Produkten wurden vor dem Kauf häufiger von der Bank beraten als Personen, die nicht mehr im Besitz dieser Produkte sind. Ebenfalls lassen sich Frauen häufiger beraten als Männer. Ein möglicher Grund ist, dass Frauen geringere Kenntnisse über Strukturierte Produkte haben als Männer<sup>314</sup>.

Tabelle 30: Anteil an beratenen Anlegern

|                             | Anteil |
|-----------------------------|--------|
| <b>Besitzgruppe</b> (N=278) |        |
| Besitzer                    | 72%    |
| Ex-Besitzer                 | 62%    |
| <b>Geschlecht</b> (N=279)   |        |
| Frauen                      | 80%    |
| Männer                      | 65%    |
| <b>Altersgruppe</b> (N=279) |        |
| 18–39 Jahre                 | 51%    |
| 40–74 Jahre                 | 72%    |
| <b>Vermögen</b> (N=239)     |        |
| <100'000 CHF                | 55%    |
| >100'000 CHF                | 71%    |

Ältere Personen und Anleger mit höherem Vermögen lassen sich vor dem Kauf eines Strukturierten Produkts eher beraten als jüngere Anleger, die zudem auch meist über weniger Vermögen verfügen. Banken sind bei Anlegern mit höheren Vermögen daran interessiert, Beratung anzubieten, da diese Kunden ein Segment mit hohen Gewinnmargen darstellen. Nicht nur bei Strukturierten Produkten sondern auch bei Aktien ist für ältere Personen der Bankkundenberater eine wichtigere Informationsquelle als für jüngere Anleger.<sup>315</sup>

Kaum Unterschiede sind beim Wissensstand über Strukturierte Produkte zwischen Anlegern, welche von einer Bank beraten und solchen, die nicht beraten werden, festzustellen. Von einer Bank beratene Anleger konnten durchschnitt-

<sup>314</sup>Bei der Wissensüberprüfung in Abschnitt 5.4.4 zeigt sich, dass Frauen einen statistisch signifikant tieferen Wissensstand über Strukturierte Produkte aufweisen als Männer.

<sup>315</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 32.

lich weniger Fragen korrekt (2.7 von 5) beantworten als nicht beratene Personen (2.9). Ein möglicher Grund für diesen Unterschied ist der Umstand, dass sich Anleger mit höheren Kenntnissen in allgemeinen Börsenfragen weniger häufig beraten lassen als Personen mit einem weniger hohen Wissensstand.

Die Qualität der Beratung wird von den Anlegern auf einer 10er-Skala mit einem Median von acht<sup>316</sup> beurteilt. Diese im Vergleich zur Einschätzung von allgemeinen Informationen des Emittenten hohe Bewertung deutet darauf hin, dass der Bankkundenberater den Anleger aus dessen Sicht gut berät.

Wie eine Studie des Instituts für schweizerisches Bankwesen aus dem Jahr 2008 zum Ausbildungsstand bei Schweizer Bankberatern im Bereich Strukturierte Produkte zeigt<sup>317</sup>, schätzten jedoch nur ein Fünftel aller befragten Banken ihre interne Ausbildung zu Strukturierten Produkten als gut oder sehr gut ein. Für knapp die Hälfte aller Finanzinstitute ist die Aus- und Weiterbildung genügend und ein Drittel beurteilt diese als verbesserungswürdig. Viele Banken erkennen bei ihrer internen Ausbildung betreffend Strukturierter Produkte noch Verbesserungspotenzial. Im Gegensatz dazu sind die Kunden zufrieden mit der Qualität der Beratung.

Tabelle 31 stellt dar, welche Einstellung beratene und nicht beratene Besitzer gegenüber Strukturierten Produkten haben. Knapp die Hälfte aller Anleger ohne Bankberatung haben eine positive Einstellung, während dieser Anteil bei beratenen Besitzern unter 40% liegt. Auch sind beratene Anleger (16%) eher negativ eingestellt als nicht beratene Befragte (11%).

Tabelle 31: Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten in Abhängigkeit der Bankberatung (N=285)

|                     | <b>Einstellung</b> |         |         |
|---------------------|--------------------|---------|---------|
|                     | positiv            | neutral | negativ |
| <b>Besitzer ...</b> |                    |         |         |
| mit Beratung        | 37%                | 47%     | 16%     |
| ohne Beratung       | 49%                | 40%     | 12%     |

Wenn untersucht wird, wie sich die Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten aufgrund der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 verändert hat, zeigt sich ein ähnliches, aber klareres und statistisch signifikantes Bild ( $\leftrightarrow$  Tabelle 32).<sup>318</sup> Der Grossteil der Anleger ohne Beratung (69%) änderte die Einstellung

<sup>316</sup>Ein Wert von zehn bedeutet sehr zufrieden.

<sup>317</sup>Im August und September 2008 wurden 99 Banken mittels eines Fragebogens befragt. Die Rücklaufquote betrug über 50%. Vgl. Forrer (2008), S. 69–70.

<sup>318</sup>Der Chi-Quadrat-Test ist für die Gruppe der Besitzer auf dem 99%-Konfidenzintervall

gegenüber Strukturierten Produkten nicht, während sich bei über der Hälfte aller beratenen Besitzer aufgrund der Finanzkrise die Einstellung verändert hat. Die meisten davon sind Strukturierten Produkten gegenüber negativer eingestellt als vor der Finanzkrise.

Tabelle 32: Veränderung der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten in Abhängigkeit der Bankberatung (N=411)

|                                     | <b>Einstellung</b> |                 |                |
|-------------------------------------|--------------------|-----------------|----------------|
|                                     | verbessert         | nicht verändert | verschlechtert |
| <b>Besitzer und Ex-Besitzer ...</b> |                    |                 |                |
| mit Beratung                        | 9%                 | 49%             | 42%            |
| ohne Beratung                       | 5%                 | 69%             | 26%            |

### 6.3.6 Wesentliche Erkenntnisse

Die Analysen dieses Abschnitts haben deutlich gezeigt, dass die Qualität der Informationen über Strukturierte Produkte von den Befragten als mittel eingeschätzt wird. Emittenten von Strukturierten Produkten müssten indessen ein Interesse an der Verbesserung der Informationsgüte haben, da der Anteil an Strukturierten Produkten gegenüber positiv eingestellten Anlegern mit zunehmender Zufriedenheit mit den emittentenseitigen Informationen wächst. Ausserdem ist auch anzustreben, dass sich der Anleger für die Informationsgewinnung über Strukturierte Produkte mehr Zeit nimmt, um seinen Kenntnisstand über Strukturierte Produkte zu verbessern. Dieses zusätzliche Wissen würde es den Banken erleichtern, potenziellen Anlegern Risiken und auch Chancen von Strukturierten Produkten aufzuzeigen. Jedoch zeigt sich im Spiegel der Erhebung, dass die Beratung durch die Banken die anlegerseitigen Kenntnisse nicht unbedingt erhöht.

Bei der Beschaffung von Informationen über Strukturierte Produkte sind die wichtigsten Quellen Zeitungen sowie Zeitschriften und nicht das Internet. Von Seiten der Emittenten hingegen wird vor allem das Internet zur Verbreitung für Informationen genutzt; dabei werden aber tendenziell Anleger mit bereits guten Kenntnissen angesprochen. Beachtenswert ist auch, dass sich Frauen und Männer unterschiedlich über Strukturierte Produkte zu informieren scheinen und auch die Güte der Informationen unterschiedlich beurteilen. Für Frauen ist das Internet eine nicht so relevante Informationsquelle; sie informieren sich eher

---

signifikant. Wenn Besitzer und Ex-Besitzer gemeinsam analysiert werden, ändert sich am Resultat nichts, nur dass das Signifikanzniveau auf 95% fällt.

in Zeitungen und Zeitschriften sowie im Fernsehen. Aus Sicht der Emittenten bedeutet dies, dass Informationen über Strukturierte Produkte vermehrt auch in gedruckter Form verbreitet werden sollten.

## **6.4 Entscheidungsphase im Anlageprozess**

Nach der Informationsgewinnung und -verarbeitung folgt im Anlageprozess die Entscheidung, ob und in welches Anlageinstrument investiert werden soll. Zwei Aspekte werden folgend näher analysiert. Zunächst wird auf den eigentlichen Entscheidungsprozess eingegangen und aufgezeigt, wer den Anlageentscheid trifft, aufgrund welcher Informationen dieser getroffen wird und ob vor dem Kauf ein Vergleich zwischen Emittenten oder auch einzelnen Produkten angestellt wird. Dann werden die von den Anlegern mit dem Kauf von Strukturierten Produkten verfolgten Ziele beleuchtet sowie die für den Kauf relevanten Kriterien. Ausgewertet wurden in diesem Abschnitt ausschliesslich Antworten von Besitzern und Ex-Besitzern von Strukturierten Produkten.

### **6.4.1 Prozess der Anlageentscheidung**

Zur Analyse des Entscheidungsprozesses muss zunächst geklärt werden, wer letztlich die Anlageentscheidung trifft. Tabelle 33 zeigt, dass mehr als die Hälfte aller befragten Besitzer und Ex-Besitzer die Anlageentscheidung alleine treffen. Je knapp ein Fünftel entscheidet sich mit Hilfe von Freunden<sup>319</sup> oder mit Hilfe eines Bankberaters. Der Anteil an Personen, die ihre Anlageentscheidungen einem Vermögensverwalter übertragen haben, ist sowohl bei den Besitzern als auch bei den Ex-Besitzern tief. Resultate aus der Equity Ownership Studie 2008 zeigen ein ähnliches Bild, wenngleich es zwischen Besitzern von Strukturierten Produkten und Aktionären kleinere Unterschiede gibt. So treffen Besitzer von Strukturierten Produkten ihren Anlageentscheid häufiger mithilfe einer Bank, nutzen hingegen seltener das Gespräch mit Freunden oder Verwandten als Besitzer von Aktien.<sup>320</sup>

Unterschiede zwischen den Besitzgruppen sind nur kleinere festzustellen. Besitzer werden eher von einem Berater einer Bank in der Anlageentscheidung unterstützt als Ex-Besitzer. Wenn davon ausgegangen wird, dass Gespräche mit

---

<sup>319</sup>Investmentclubs wurden von weniger als einem Prozent aller Befragten genannt, deshalb wird diese Antwortmöglichkeit in der Analyse nicht gesondert ausgewiesen, sondern der Kategorie „Entscheid durch Anleger im Gespräch mit Freunden & Verwandten“ zugeordnet.

<sup>320</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 38.

Tabelle 33: Entscheidungsträger bei finanziellen Anlagen nach Besitzgruppen und im Vergleich zur Equity Ownership Studie 2008 (EOS)

|                                  | <b>Besitzer</b><br>N=286 | <b>Ex-Besitzer</b><br>N=130 | <b>EOS</b> |
|----------------------------------|--------------------------|-----------------------------|------------|
| <b>Entscheid durch ...</b>       |                          |                             |            |
| Anleger alleine                  | 53%                      | 57%                         | 51%        |
| Anleger mit Bankberater          | 22%                      | 13%                         | 15%        |
| Anleger im Gespräch mit Freunden | 17%                      | 22%                         | 27%        |
| Anleger mit unabhängigem Berater | 5%                       | 3%                          | 4%         |
| Vermögensverwalter               | 3%                       | 5%                          | 3%         |

Freunden oder Verwandten keiner professionellen Beratung entsprechen, nutzen nur 30% aller Besitzer professionelle Unterstützung beim Kauf von Strukturierten Produkten. Bei den Ex-Besitzern liegt dieser Anteil mit 21% noch tiefer, obwohl viele Anleger Strukturierte Produkte als eher kompliziert wahrnehmen.<sup>321</sup> Bei einem Vergleich der Geschlechter in Tabelle 34 wird ersichtlich, dass Frauen ihre Anlageentscheidungen viel häufiger im Gespräch mit Freunden oder Verwandten treffen. Männer hingegen bevorzugen es, alleine über ihre Anlagen zu entscheiden.

Tabelle 34: Entscheidungsträger bei finanziellen Anlagen nach Geschlecht

|                                  | <b>Frauen</b><br>N=103 | <b>Männer</b><br>N=313 |
|----------------------------------|------------------------|------------------------|
| <b>Entscheid durch ...</b>       |                        |                        |
| Anleger alleine                  | 36%                    | 61%                    |
| Anleger mit Bankberater          | 22%                    | 18%                    |
| Anleger im Gespräch mit Freunden | 34%                    | 13%                    |
| Anleger mit unabhängigem Berater | 5%                     | 4%                     |
| Vermögensverwalter               | 3%                     | 4%                     |

Anleger, die sich selbst als Personen mit guten Kenntnissen über Strukturierte Produkte<sup>322</sup> einschätzen, nehmen seltener professionelle Hilfe in Anspruch als Personen, die von sich denken, keine Kenntnisse zu haben ( $\leftrightarrow$ oberer Teil in Tabelle 35). Der Anteil an Personen, die sich mit Hilfe von Freunden oder Verwandten entscheiden, ist bei beiden untersuchten Anlegergruppen gleich gross. Personen, die sich selbst als unwissend oder wenig wissend einstufen, scheinen sich diesem Mangel bewusst zu sein und greifen daher auf professionelle Hilfe zurück. Dem unteren Teil der Tabelle 35 kann entnommen werden, dass nicht nur die Selbsteinschätzung, sondern auch der tatsächliche Wissensstand über

<sup>321</sup> Ausführliche Informationen und Analysen zur Wahrnehmung von Strukturierten Produkten finden sich in Abschnitt 5.5.1

<sup>322</sup> Die Kategorisierung der Selbsteinschätzung sowie des Wissensstands wird in Abschnitt 5.4.3 beschrieben.

Strukturierte Produkte einen Einfluss auf die Art hat, wie der Anlageentscheid getroffen wird. Personen mit viel Wissen agieren eigenständiger und treffen in zwei Dritteln der Fälle den Anlageentscheid allein. Hingegen lassen sich Anleger mit keinem oder geringem Wissen eher von professionellen Beratern bei der Entscheidung unterstützen.

Tabelle 35: Entscheidungsträger bei finanziellen Anlagen nach eigener Kenntniseinschätzung sowie nach Wissensstand über Strukturierte Produkte

|  | <b>Selbsteinschätzung</b> |                 |                 |                      |
|--|---------------------------|-----------------|-----------------|----------------------|
|  | keine Kenntnisse          | Basiskenntnisse | gute Kenntnisse | sehr gute Kenntnisse |
| <b>Entscheid durch ...</b>                 |                           |                 |                 |                      |
| Anleger alleine                            | 33%                       | 46%             | 53%             | 68%                  |
| Anleger mit Hilfe professioneller Beratung | 50%                       | 31%             | 27%             | 20%                  |
|  | <b>Wissensüberprüfung</b> |                 |                 |                      |
|  |                           |                 |                 |                      |
| <b>Entscheid durch ...</b>                 |                           |                 |                 |                      |
| Anleger alleine                            | 28%                       | 38%             | 60%             | 67%                  |
| Anleger mit Hilfe professioneller Beratung | 39%                       | 34%             | 20%             | 22%                  |

N=416

#### 6.4.2 Informationsquellen für den Kaufimpuls

Beim Kaufentscheid sind neben dem Entscheidungsträger auch die für den Kaufimpuls entscheidenden Informationsquellen von Interesse. Tabelle 36 zeigt die sechs meistgenannten Quellen, unterteilt nach der Art, wie der Anlageentscheid getroffen wird. Bei der Interpretation der Resultate ist zu beachten, dass Mehrfachantworten zulässig waren und dass Antworten von Personen mit einem Vermögensverwaltungsmandat nicht analysiert wurden. Die mit Abstand am häufigsten genutzte Informationsquelle ist bei allen Untergruppen der professionelle Berater. Auch bei Personen, die ihre Anlageentscheidungen allein oder im Gespräch mit Freunden treffen, ist der Berater einer Bank die wichtigste Informationsquelle. Dies bedeutet, dass seine Empfehlungen und Ratschläge für die Mehrheit der Anleger entscheidend für den Kauf eines Strukturierten Produkts sind und er somit einen grossen Einfluss auf die Entscheidung des Anlegers hat. Auffallend ist, dass sich durch unabhängige Berater unterstützte Anleger beim Kaufentscheid weder auf das Internet noch auf Zeitungsinserate stützen. Hingegen sind für diese Gruppe von Anlegern die Research-Berichte von Banken wie auch von Nicht-Banken mit knapp 20% aller Nennungen wichtig.

Tabelle 36: Informationsquelle für Kaufimpuls nach Art der Anlageentscheidung

|                           | Alle  | Anlageentscheid durch Anleger ... |                          |                          |                   |
|---------------------------|-------|-----------------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------|
|                           |       | alleine                           | im Gespräch mit Freunden | mit unabhängigem Berater | mit Anlageberater |
| <b>Informationsquelle</b> |       |                                   |                          |                          |                   |
| Professioneller Berater   | 55.2% | 47.3%                             | 54.0%                    | 52.2%                    | 85.2%             |
| Zeitungsbericht           | 14.3% | 16.6%                             | 16.7%                    | 12.6%                    | 7.8%              |
| Internet                  | 13.1% | 15.5%                             | 15.3%                    | 0.0%                     | 8.7%              |
| Zeitungsinserat           | 11.2% | 14.2%                             | 8.8%                     | 0.0%                     | 9.6%              |
| Research von Banken       | 10.5% | 11.8%                             | 8.4%                     | 18.6%                    | 6.0%              |
| Kollegen & Bekannte       | 8.3%  | 7.0%                              | 16.2%                    | 10.5%                    | 2.7%              |

N=381

Ein Vergleich der Informationsquellen für den Kaufimpuls mit dem Medium, durch das die Befragten zum ersten Mal auf Strukturierte Produkte aufmerksam wurden, zeigt, dass das erste Medium auch später häufig als Quelle für den Kaufentscheid herbeigezogen wird. Über 80% aller Personen, die durch den Bankberater zum ersten Mal über Strukturierte Produkte informiert wurden, entschieden sich auch aufgrund von Informationen des Beraters zum Kauf. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch bei Käufern, die durch Zeitungsberichte oder -inserate, durch Freunde oder im Internet auf Strukturierte Produkte aufmerksam wurden. Diese Resultate machen deutlich, dass die erste Begegnung mit Strukturierten Produkten auch für spätere Kaufentscheide prägend ist.

#### 6.4.3 Vergleich von Produkten und Emittenten vor dem Kauf

Ein Vergleich von Strukturierten Produkten ist aufgrund der Vielfalt der Produkttypen und der Ausgestaltungsvarianten oft kompliziert. Dennoch ziehen über vier Fünftel aller Anleger vor dem Kauf unterschiedliche Produkte als Anlagemöglichkeit in Betracht und vergleichen diese. Zwischen einzelnen Gruppen der Befragten lassen sich kaum Unterschiede feststellen. Die Zugehörigkeit zu einer bestimmten Besitzgruppe, das Geschlecht oder das Vermögen des Befragten hat keinen Einfluss auf den Anteil vor dem Kauf vergleichender Anleger. Kleinere Unterschiede sind bei den Alterskategorien sowie beim Wissensstand über Strukturierte Produkte auszumachen. So vergleichen 93% aller 18- bis 29-jährigen Personen vor dem Kauf verschiedene Produkte, während dieser Anteil bei den 60- bis 74-jährigen auf 77% sinkt. Mehr Wissen über Strukturierte Produkte führt zu einem höheren Anteil an Anlegern, welche vor dem Kauf Produkte vergleichen. Der Anteil steigt von 76% bei Personen ohne Kenntnisse



auf 90% bei Anlegern mit sehr guten Kenntnissen.

Eine interessante Erkenntnis kann aus diesen Analysen gezogen werden. Tabelle 37 zeigt den Anteil an vergleichenden Anlegern unterteilt nach der Art, wie die Anlageentscheidung getroffen wird. Nicht professionell beratene Personen vergleichen vor dem Kauf häufiger verschiedene Produkte sowie verschiedene Emittenten als Anleger, die professionelle Beratung in Anspruch nehmen. Ein möglicher Grund für den tieferen Anteil könnte sein, dass professionelle Berater schon eine Auswahl an in Frage kommenden Produkten treffen und der Anleger nur noch über den Kauf oder Nicht-Kauf entscheidet.

Tabelle 37: Vergleich vor Kauf nach Art der Anlageentscheidung

|  | Vergleich von ... |            |
|--|-------------------|------------|
|  | Produkten         | Emittenten |
| <b>Alle</b>                              | 80.5%             | 39.7%      |
| <b>Anlageentscheid durch Anleger ...</b> |                   |            |
| im Gespräch mit Freunden & Verwandten    | 85.5%             | 51.3%      |
| alleine                                  | 81.5%             | 39.1%      |
| mit Anlageberater einer Bank             | 79.6%             | 31.8%      |
| zusammen mit unabhängigem Berater        | 62.2%             | 26.3%      |

N=430

Wie schon in Tabelle 37 zu sehen ist, wird viel seltener ein Vergleich zwischen verschiedenen Emittenten vorgenommen als zwischen einzelnen Produkten. Nur knapp 40% aller Besitzer und Ex-Besitzer haben vor dem Kauf verschiedene Emittenten von Strukturierten Produkten verglichen. Dieser tiefe Anteil macht deutlich, dass den Anlegern ein Vergleich bezüglich Kosten und Leistung unterschiedlicher Emittenten schwer fällt oder nicht wichtig ist. Wenn der Anteil an vergleichenden Personen nach einzelnen Untergruppen analysiert wird, zeigt sich wiederum, dass jüngere Personen eher einen Vergleich zwischen Emittenten anstellen als ältere Anleger. Ebenso wächst mit zunehmendem Vermögen der Anteil an Anlegern, welche zwischen verschiedenen Emittenten vergleichen. Knapp 37% aller Befragten mit einem Vermögen unter 100'000 CHF nehmen einen Vergleich zwischen unterschiedlichen Emittenten vor, während dieser Anteil bei Personen mit einem Vermögen über 1 Mio. CHF auf 52% anwächst.

Die häufigsten Kriterien, welche zum Vergleich von Strukturierten Produkten genutzt wurden, finden sich in Tabelle 38. Befragt wurden Besitzer und Ex-Besitzer ohne eine vorgegebene Auswahl an Kriterien, wobei die Angabe mehrerer Kriterien möglich war. Die offenen Antworten der Befragten wurden anschliessend manuell kodiert und 20 Kategorien zugeordnet. Mit über 40% wurde

die Rendite bzw. Performance am häufigsten genannt. Für je ein Drittel der Befragten sind die Sicherheit sowie der Basiswert wichtige Kriterien, die vor dem Kauf bei einem Vergleich verwendet werden. Weitere häufig erwähnte Kriterien sind der Emittent und die Laufzeit des Produkts sowie Aspekte, welche Nachhaltigkeit und Ökologie betreffen.

Tabelle 38: Vergleichskriterien vor dem Kauf von Strukturierten Produkten

|                            | Anteil an Personen |
|----------------------------|--------------------|
| <b>Vergleichskriterium</b> |                    |
| Rendite/Performance        | 41.8%              |
| Basiswert                  | 33.6%              |
| Sicherheit                 | 33.2%              |
| Emittent                   | 15.4%              |
| Laufzeit                   | 15.1%              |
| Nachhaltigkeit/Ökologie    | 11.6%              |

N=292

Weitere von den Befragten genannte Vergleichskriterien, welche in Tabelle 38 nicht aufgeführt wurden, sind die Höhe der Coupons, die Währung, auf welche das Produkt lautet, sowie die Handelbarkeit der Produkte. Zudem werden auch die Kosten und der Preis von über einem Zehntel der Befragten als Kriterium genannt, obwohl ein Vergleich bezüglich der genannten Aspekte infolge der fehlenden Kostentransparenz kaum möglich ist.

Bei einer separaten Analyse von aktuellen und ehemaligen Besitzern von Strukturierten Produkten wird sichtbar, dass sowohl bei den Besitzern (44%) als auch bei den Ex-Besitzern (37%) die Rendite das wichtigste Kriterium ist. Unterschiede ergeben sich bei der weiteren Rangierung der Vergleichskriterien. Während 37% aller Besitzer den Basiswert und 32% die Sicherheit als Kriterien nannten, ist für die Ex-Besitzer Sicherheit mit 37% weitaus wichtiger als der Basiswert (27%).

Zuletzt wird noch analysiert, welchen Einfluss die Art, wie der Kaufentscheid getroffen wird, auf die Vergleichskriterien hat ( $\leftrightarrow$ Tabelle 39). Unter der Kategorie „professionell“ wurden Anleger subsumiert, die zusammen mit einem Bankberater oder einem unabhängigen Berater ihre Anlageentscheidungen treffen. Das am häufigsten genannte Kriterium bei Anlegern, die sich alleine oder mit professioneller Hilfe entscheiden, ist die Rendite bzw. Performance, während der Aspekt der Sicherheit von sich mithilfe von Freunden entscheidenden Personen häufiger genannt wird. An zweiter Stelle folgt bei den sich allein entscheidenden Anlegern der Basiswert, gefolgt von der Sicherheit als Vergleichskriterium. Sich

mit professioneller Hilfe entscheidende Anleger hingegen vergleichen Strukturierte Produkte eher aufgrund der Sicherheit und erst an dritter Stelle folgt – wie auch bei durch Freunde unterstützten Anlegern – der Basiswert.

Tabelle 39: Vergleichskriterien vor dem Kauf von Strukturierten Produkten nach Art der Anlageentscheidung

|                            | Anteil an Personen |                      |                       |
|----------------------------|--------------------|----------------------|-----------------------|
|                            | alleine<br>N=163   | mit Freunden<br>N=38 | professionell<br>N=63 |
| <b>Vergleichskriterium</b> |                    |                      |                       |
| Rendite/Performance        | 42.3%              | 42.1%                | 46.0%                 |
| Basiswert                  | 39.9%              | 28.9%                | 31.7%                 |
| Sicherheit                 | 30.1%              | 44.7%                | 38.1%                 |
| Emittent                   | 12.9%              | 23.7%                | 22.2%                 |
| Laufzeit                   | 16.0%              | 13.2%                | 11.1%                 |
| Nachhaltigkeit/Ökologie    | 6.1%               | 21.1%                | 17.5%                 |

Überraschenderweise ist für allein entscheidende Anleger der Basiswert zentraler als für Befragte, welche ihre Anlageentscheidungen mit professioneller Hilfe treffen. Dies obwohl vor jedem Kauf eines Strukturierten Produkts die Frage nach dem Basiswert im Vordergrund stehen sollte.<sup>323</sup> Ein zweites bemerkenswertes Resultat ist, dass allein anlegende Personen kaum Wert auf ökologische oder nachhaltige Aspekte legen, sondern eher die Kosten oder die Höhe der Coupons als Vergleichskriterien verwenden.

#### 6.4.4 Entscheidungskriterien für den Kauf von Strukturierten Produkten

Die Befragten wurden gebeten, vorgegebene Kriterien für den Kaufentscheid auf einer Skala von eins (nicht wichtig) bis zehn (sehr wichtig) zu bewerten. In Tabelle 40 sind einerseits die Median-Werte der Antworten aufgeführt, und andererseits ist der Anteil an denjenigen Anlegern zu sehen, die das entsprechende Kriterium mit dem höchsten Wert beurteilt haben. Für die Anleger sind die gleichen Kriterien wie beim Vergleich zwischen einzelnen Strukturierten Produkten von hoher Relevanz. Die beiden wichtigsten Kriterien – bei möglicher Mehrfachnennung – sind Sicherheit und Rendite. Weitere wichtige den Kaufentscheid beeinflussende Aspekte sind der Emittent und die Währung des Produktes sowie das Informationsmaterial des Emittenten. Als weniger relevant werden ethische Aspekte sowie die Höhe der Coupons und der Internetauftritt des Emittenten beurteilt.

<sup>323</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2010), S. 88–89.

Tabelle 40: Relevanz der Kaufkriterien für den Anlageentscheid

|                                     | <b>Median-Wert</b> | <b>Höchst bewertetes Kriterium</b> |
|-------------------------------------|--------------------|------------------------------------|
| Sicherheit                          | 8                  | 43.6%                              |
| Rendite                             | 8                  | 37.8%                              |
| Emittent                            | 8                  | 32.3%                              |
| Währung                             | 8                  | 31.3%                              |
| Informationsmaterial des Emittenten | 8                  | 29.8%                              |
| Handelbarkeit                       | 7                  | 26.8%                              |
| Basiswert                           | 7                  | 24.1%                              |
| Informationsmaterial allgemein      | 7                  | 23.6%                              |
| Anlageempfehlung Bank               | 7                  | 14.0%                              |
| Ethische Aspekte                    | 6                  | 21.1%                              |
| Coupons                             | 6                  | 8.8%                               |
| Internetauftritt des Emittenten     | 5                  | 10.5%                              |

N=399

Diese Resultate zeigen, dass Anleger in Strukturierte Produkte ihre Entscheidungen anhand der Kriterien Risiko und Rendite treffen. Ebenfalls werden produkttrisikoseitige Aspekte wie die herausgebende Bank und die Währung, auf welche das Produkt lautet, als relevant eingestuft. Als weniger wichtig beurteilt wird hingegen der Basiswert. Für nur knapp ein Viertel aller Befragten ist der Basiswert das wichtigste Kriterium, und dies obwohl die Auswahl des Basiswertes im Portfoliokontext der zentrale Aspekt ist.<sup>324</sup>

Die Relevanz des Basiswertes als Kaufkriterium steigt mit zunehmendem Wissensstand über Strukturierte Produkte. Während der Median-Wert der Beurteilung des Basiswertes als Kaufkriterium bei Personen ohne Kenntnisse fünf beträgt, liegt dieser bei Anlegern mit guten oder sehr guten Kenntnissen bei acht.<sup>325</sup> Zudem schätzen diese Personen auch das Kriterium der Handelbarkeit des Produkts als relevanter ein als Personen mit keinen oder geringen Kenntnissen. Beide Kriterien sind zur Einschätzung des Risikos wichtig, da eine Veränderung des zugrundeliegenden Basiswertes einen grossen Einfluss auf den Wert des Strukturierten Produkts hat. Insbesondere in Krisensituationen ist die kontinuierliche Handelbarkeit eine Voraussetzung, dass ein Investor sofort auf Marktveränderungen reagieren und somit sein Risiko reduzieren kann.

Detailliertere Analysen zu einzelnen Merkmalen wie Geschlecht, Alter, Vermögen oder Besitzgruppe zeigen kaum Unterschiede. Einzig bei den ethischen

<sup>324</sup>Vgl. Tolle, Hutter, Rüthemann und Wohlwend (2007), S. 178–181 und S. 192–195 sowie Volkart und Wilding (2009).

<sup>325</sup>Die Kategorisierung der Kenntnisse entspricht derjenigen, die in Abschnitt 5.4.3 beschrieben wird.

Aspekten sind klare Tendenzen zu erkennen. Anleger mit einem Vermögen kleiner als 100'000 CHF sowie geringeren Kenntnissen über Strukturierte Produkte beurteilen dieses Kriterium im Vergleich zu den anderen Kaufkriterien als wichtiger als Investoren mit einem Vermögen grösser als 1 Mio. CHF und guten Kenntnissen.

#### 6.4.5 Anlageziele beim Kauf von Strukturierten Produkten

Nachdem der Prozess der Kaufentscheidung untersucht wurde, werden nun die Ziele analysiert, die ein Anleger mit dem Kauf von Strukturierten Produkten anstrebt. Neben den für alle Anlageinstrumente plausiblen, auch in der Equity Ownership Studie verwendeten Anlagezielen wurden für die Studie über Strukturierte Produkte noch drei weitere produktspezifische Ziele<sup>326</sup> als Antwortmöglichkeit aufgeführt. Tabelle 41 zeigt im oberen Teil die Ergebnisse der Umfrage über Strukturierte Produkte im Vergleich zur Equity Ownership Studie, wobei es den Befragten in beiden Studien möglich war, mehrere Anlageziele zu nennen. Im unteren Teil der Tabelle 41 sind die Resultate für diejenigen Anlageziele dargestellt, welche mit Strukturierten Produkten erreicht werden können.

Tabelle 41: Anlageziele beim Kauf von Strukturierten Produkten und Aktien

|                                      | <b>Strukturierte<br/>Produkte 2008</b><br>N=430 | <b>Equity Owner-<br/>ship 2008</b> |
|--------------------------------------|---|------------------------------------|
| <b>Anlageziele</b>                   |   |                                    |
| Vermögensaufbau ohne Sparziel        | 40%   | 61%                                |
| Altersvorsorge                       | 36%   | 41%                                |
| Teilnahme an Wirtschaft              | 21%   | 16%                                |
| Vermögensaufbau mit Sparziel         | 20%   | 14%                                |
| Reiz am Handeln                      | 14%   | 12%                                |
| Ertragssteigerung/Renditeoptimierung | 50%   | n/a                                |
| Investition mit Kapitalschutz        | 28%   | n/a                                |
| Teilnahme am Trend                   | 17%   | n/a                                |

Die Resultate beider Studien sind vergleichbar. Die Reihenfolge nach der häufigsten Nennung ist bei den Anlagezielen, welche in beiden Studien aufgeführt sind, identisch. Der Vermögensaufbau ist bei diesen Zielen das wichtigste Anlageziel. Nach dem Vermögensaufbau ohne Sparziel folgen das Ziel der Altersvorsorge und mit grossem Abstand die eher spekulativen Ziele wie die Teilnahme an der Wirtschaft und der Reiz am Handeln sowie der Vermögensaufbau mit einem

<sup>326</sup>Diese für Strukturierte Produkte spezifischen Ziele sind bei den Resultaten der Equity Ownership Studie mit n/a gekennzeichnet.

bestimmten Sparziel. Der Einsatz von Strukturierten Produkten bei der Vermögensanlage erfolgt aus den gleichen Gründen wie die Investition in Aktien. Bei der Analyse der für Strukturierte Produkte spezifischen Ziele zeigt sich, dass das wichtigste Ziel bei den Besitzern und Ex-Besitzern die Ertragssteigerung bzw. die Renditeoptimierung darstellt. Weniger häufig genannt wurden Ziele wie Investition mit Kapitalschutz sowie die Teilnahme am Trend. Die detailliertere Analyse einzelner Merkmale ergibt folgende Resultate:<sup>327</sup>

Zwischen den Besitzern und den Ex-Besitzern gibt es zwei bemerkenswerte Unterschiede bei der Häufigkeit der Nennungen der Anlageziele. Für Besitzer sind die beiden für Strukturierte Produkte spezifischen Ziele Ertragssteigerung/Renditeoptimierung (56%) und Investition mit Kapitalschutz (31%) deutlich wichtiger als für Ex-Besitzer mit 38% bzw. 22%. Es scheint, dass Besitzer die Vorteile von Strukturierten Produkten erkannt haben und durch den Kauf dieser Anlageinstrumente ihre Anlageziele besser abdecken können. Tendenziell sind für Ex-Besitzer diese Ziele weniger relevant und folgerichtig haben sie sich von ihren Produkten getrennt.

Für beinahe die Hälfte aller befragten Frauen ist die Altersvorsorge ein Grund, in Strukturierte Produkte zu investieren, während dieser Anteil bei den männlichen Personen nur knapp ein Drittel beträgt. Ebenfalls deutlich relevanter für Anlegerinnen ist der Vermögensaufbau mit einem spezifischen Sparziel sowie die Investition mit Kapitalschutz. Es scheint, dass die Vorsorge für das Alter oder die Absicherung gegen Kapitalverluste bei Frauen ein wichtigeres Thema ist als bei Männern.

Die jüngste Alterskategorie (18–29 Jahre) unterscheidet sich deutlich von den anderen Altersgruppen. Das Thema der Altersvorsorge ist für nur knapp 10% dieser Gruppe ein Anlageziel, während im Vergleich dazu 36% der befragten Bevölkerung Strukturierte Produkte zur Altersvorsorge gekauft haben. Hingegen sind für die Gruppe von jungen Anlegern im Vergleich zu den anderen Altersgruppen die eher spekulativen Ziele wie Teilnahme an der Wirtschaft (45%) bzw. am Trend (28%) sowie der Reiz am Handeln (23%) wichtig. Diese Tendenz lässt sich bei der Equity Ownership Studie weniger ausgeprägt erkennen.<sup>328</sup> Für jüngere Anleger scheinen Strukturierte Produkte im Vergleich zu Aktien ein Anlageinstrument zu sein, mit dem eher spekulative Ziele erreicht werden können.

---

<sup>327</sup>Untersucht wurden neben den folgend erwähnten Aspekten auch der Wissensstand, die Risikoneigung sowie die Art, wie der Anlageentscheid getroffen wird. Dabei konnten jedoch keine systematischen Unterschiede festgestellt werden.

<sup>328</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 37.

#### **6.4.6 Wesentliche Erkenntnisse**

Die Mehrheit der Anleger in Strukturierte Produkte trifft ihre Anlageentscheidung allein, und nur 30% entscheiden sich mithilfe von professioneller Beratung, obwohl die Mehrheit der befragten Besitzer und Ex-Besitzer Strukturierte Produkte als eher kompliziert einschätzen. Zudem zeigt sich, dass Anleger mit guten Kenntnissen über Strukturierte Produkte eher allein entscheiden, während Personen mit keinen oder wenigen Kenntnissen sich bei ihrer Anlageentscheidung von Beratern einer Bank oder von einem unabhängigen Fachmann unterstützen lassen.

Die wichtigsten Vergleichs- und Kaufkriterien bei einer Investition in Strukturierte Produkte sind Rendite und Risiko. Überraschend ist jedoch, dass der Basiswert nur bei Anlegern mit einem hohen Wissensstand über Strukturierte Produkte ein wichtiges Kriterium ist, während Personen ohne oder mit geringen Kenntnissen den Basiswert bei der Wahl ihres Strukturierten Produkts weniger beachten. Vor dem Kauf eines Produkts muss sich der Anleger zunächst Gedanken über den Basiswert machen. Anschliessend kann der Anleger das für ihn geeignete Instrument wählen.

Mit Strukturierten Produkten verfolgen die Anleger ähnliche Anlageziele wie mit Aktien. Deutliche Unterschiede scheint es zwischen den Geschlechtern zu geben. Im Vergleich zu Männern nutzen Anlegerinnen Strukturierte Produkte häufiger zur Absicherung gegen Kursverluste oder für die Altersvorsorge. Der vergleichsweise geringe Anteil von Frauen, die Strukturierte Produkte kaufen, lässt den Schluss zu, dass seitens der Emittenten zu wenig auf die spezifischen Sicherheitsbedürfnisse von Anlegerinnen eingegangen wird.

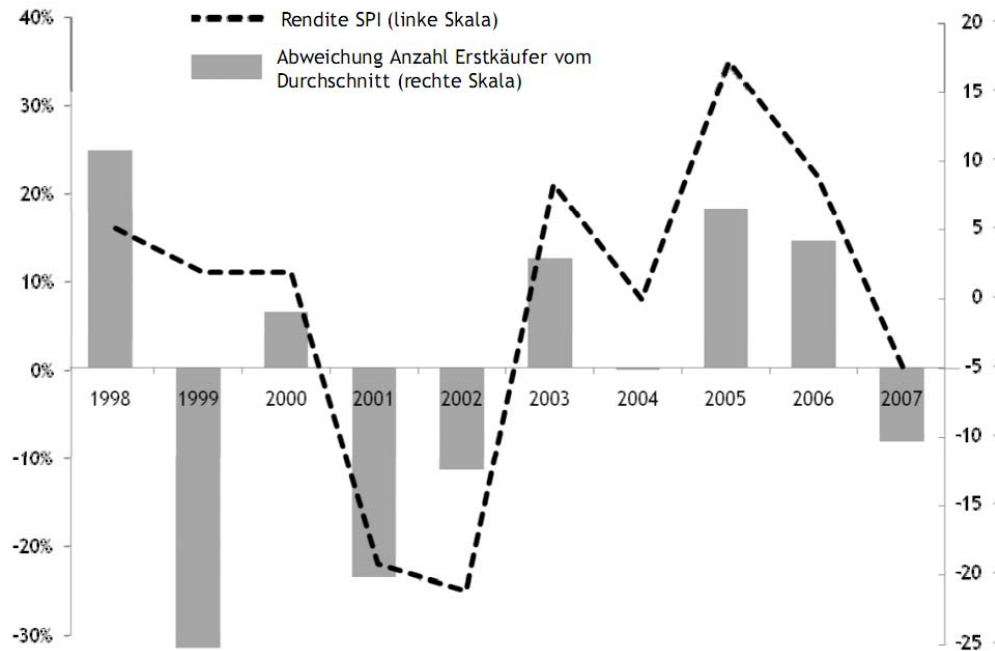
### **6.5 Handelsphase im Anlageprozess**

Dem positiven Kaufentscheid folgt im Anlageprozess die Handelsphase, in welcher das gewählte Produkt gekauft wird. Dieser Abschnitt beleuchtet eher technische Aspekte der Handelsabwicklung wie die jährliche Anzahl der Transaktionen und das durchschnittliche Handelsvolumen. Zudem wird analysiert, über welchen Finanzintermediär die Produkte erworben werden und ob der Kauf bei Emission oder am Sekundärmarkt stattfindet.

Die Entwicklung der Rendite des Schweizer Aktienmarktes scheint einen Einfluss auf den Zeitpunkt des erstmaligen Kaufs von Strukturierten Produkten zu haben. In Abbildung 52 ist die Entwicklung der Rendite des Swiss Performance

Index (SPI) als gestrichelte Linie zu sehen. Die Balken entsprechen der Differenz der Anzahl von Erstkäufern im entsprechenden Jahr zum Durchschnitt an Erstkäufern in den Jahren 1998 bis 2007.<sup>329</sup> Deutlich wird, dass Anleger in Jahren mit einer guten Börsenrendite dazu tendieren, zum ersten Mal in Strukturierte Produkte zu investieren.

Abbildung 52: Vergleich SPI-Rendite und Entwicklung der Anzahl von Erstkäufern von Strukturierten Produkten in den Jahren 1998 bis 2007



Es zeigt sich, dass Strukturierte Produkte als Anlageinstrumente angesehen werden, mit welchen bei steigenden Aktienkursen positive Renditen erzielt werden können. Diese Produkte können indessen im Gegensatz zu Aktien auch in einem negativen Marktumfeld dem Anleger zu einer positiven Rendite verhelfen. Bei fallenden Aktienkursen lassen sich Strukturierte Produkte z.B. für die Absicherung gegen Kursverluste oder für die Spekulation auf sinkende Kurse einsetzen. Abbildung 52 macht deutlich, dass dieser Vorteil der Strukturierten Produkte von den Anlegern nicht oder zu wenig genutzt wird.

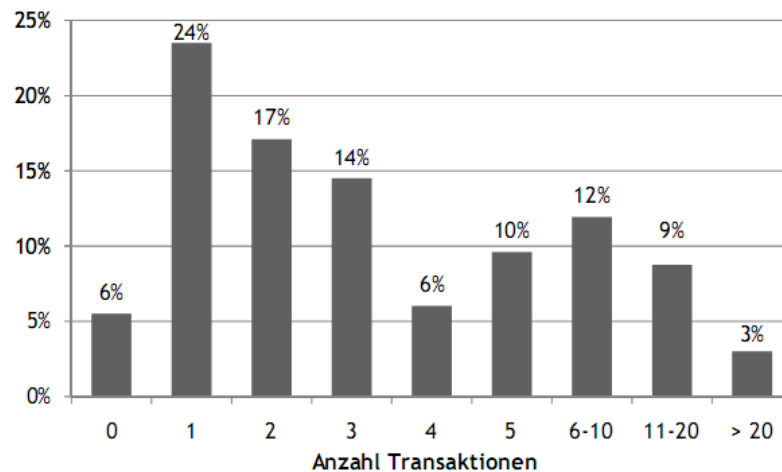
<sup>329</sup> Aufgrund der geringen Anzahl an Erstkäufern in den Jahren vor 1998 wurde auf die Darstellung dieser Daten verzichtet. Das Jahr 2008 wurde ebenfalls nicht eingebunden, da die Befragung im Laufe dieses Jahres stattfand und daher keine Vergleichbarkeit mit vollständigen Jahren gegeben ist.



### 6.5.1 Anzahl an Transaktionen mit Strukturierten Produkten

Der Zeitraum, aus dem die analysierten Transaktionen stammen, liegt je nach Zeitpunkt der Befragung zwischen Mai/Juni 2007 bis April/Mai 2008. Erstaunlich ist, dass es nur sehr wenige Besitzer gab, die während des entsprechenden Zeitraums kein einziges Produkt gehandelt haben ( $\leftrightarrow$ Abbildung 53). Bei den Aktienbesitzern in der Schweiz betrug dieser Anteil im Jahr 2008 34%.<sup>330</sup> Ein Grund für den häufigeren Handel könnte die im Gegensatz zu Aktienanlagen beschränkte Laufzeit von Strukturierten Produkten sein.

Abbildung 53: Häufigkeit der Anzahl Transaktionen zwischen Mai/Juni 2007 und April/Mai 2008



Beinahe ein Viertel aller Besitzer hat im untersuchten Zeitraum nur ein Produkt ge- oder verkauft, während weitere 47% zwischen zwei bis fünf Transaktionen mit Strukturierten Produkten abgeschlossen haben. Nur ein Fünftel handelt mehr als fünf Mal pro Jahr mit diesen Anlageinstrumenten, wobei der Grossteil jährlich nicht mehr als 20 Handelsabschlüsse tätigt. Bei den Aktionären liegt der Anteil derjenigen, die zwischen einer und fünf Transaktionen durchgeführt haben, mit 40% deutlich unter demjenigen von Besitzern von Strukturierten Produkten (71%). Hingegen liegt der Anteil mit sechs oder mehr Handelsabschlüssen pro Jahr bei den Aktienbesitzern mit 26% leicht höher.<sup>331</sup>

Werden die Anzahl Transaktionen nach Geschlecht und nach der Art, wie der Kaufentscheid gefällt wird, separat analysiert, ergeben sich die aus Tabelle 42 ersichtlichen Resultate. Deutlich wird, dass Anlegerinnen in Strukturierte Pro-

<sup>330</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 40.

<sup>331</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 40.

dukte durchschnittlich weniger häufig handeln als ihre männlichen Kollegen. Ein Grund hierfür könnte die in Abschnitt 6.4.5 beschriebene unterschiedliche Gewichtung der Anlageziele sein. Frauen kaufen Strukturierte Produkte eher, um langfristige Ziele wie z.B. die Altersvorsorge zu erreichen und handeln daher weniger häufig mit den Produkten in ihrem Besitz als Männer, die eher kurzfristige Ziele verfolgen.

Bei der Unterteilung nach der Art, wie der Kaufentscheid getroffen wird, zeigt sich, dass allein entscheidende Anleger durchschnittlich am meisten Transaktionen mit Strukturierten Produkten durchführen. Professionell beratene Anleger handeln etwas häufiger mit Strukturierten Produkten als durch Bekannte, Kollegen oder Freunde unterstützte Besitzer.

Tabelle 42: Anzahl Transaktionen zwischen Mai/Juni 2007 und April/Mai 2008 nach Geschlecht, Anlageentscheid & Wissensstand

|   | Anzahl Transaktionen |        |
|---|----------------------|--------|
|   | Mittelwert           | Median |
| <b>Geschlecht</b> (N=216)                         |                      |        |
| weiblich  | 4.13                 | 2      |
| männlich  | 7.73                 | 3      |
| <b>Anlageentscheid durch Anleger ...</b> (N=215)  |                      |        |
| alleine   | 9.03                 | 3      |
| mit Freunden                                      | 3.12                 | 2      |
| mit professioneller Hilfe                         | 5.12                 | 3      |
| <b>Wissen über Strukturierte Produkte</b> (N=209) |                      |        |
| keine Kenntnisse                                  | 1.38                 | 1      |
| Basiskenntnisse                                   | 4.76                 | 2      |
| gute Kenntnisse                                   | 8.20                 | 3      |
| sehr gute Kenntnisse                              | 6.49                 | 3      |

Anleger mit einem höherem Wissensstand über Strukturierte Produkte handeln häufiger mit diesen als Personen, die keine oder geringe Kenntnisse haben ( $\leftrightarrow$ unterer Teil in Tabelle 42). Das zusätzliche Wissen könnte dazu führen, dass diese Anlegergruppe vermehrt versucht, ihr Wissen einzusetzen, um so Marktchancen zu nutzen und ihre Rendite zu verbessern.

### 6.5.2 Durchschnittliches Transaktionsvolumen bei Strukturierten Produkten

Bei der Analyse der Höhe des durchschnittlichen Transaktionsvolumens wurden wiederum nur Antworten von Anlegern ausgewertet, die sich zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz von Strukturierten Produkten befanden. Beinahe zwei Drit-

tel aller Handelsabschlüsse wiesen ein Transaktionsvolumen zwischen 5'000 und 25'000 CHF auf. Tabelle 43 zeigt einen Vergleich des durchschnittlichen Volumens pro Abschluss bei Strukturierten Produkten und bei Aktien. Bei Strukturierten Produkten ist der Anteil an Transaktionen im mittleren Bereich deutlich höher als bei Handelsabschlüssen mit Aktien. Dies ist auf den ersten Blick überraschend, da Aktien einen der zentralen Bausteine bei der Portfoliozusammensetzung darstellen und dadurch auch einen grösseren Anteil am Portfolio aufweisen sollten. Das würde für höhere Transaktionsvolumen bei Aktien sprechen als bei den eher als Beimischung ins Portfolio genutzten Strukturierten Produkten.

Wie in Abschnitt 6.5.1 gezeigt werden konnte, wird der geringere Transaktionswert pro Abschluss bei Aktien auch nicht durch den häufigeren Handel aufgewogen. Strukturierte Produkte werden häufiger gehandelt als Aktien. Den Unterschied erklären könnte der Umstand, dass nur 7% der Bevölkerung Strukturierte Produkte in ihrem Portfolio haben. Im Vergleich dazu besitzen 18% aller in der Equity Ownership Studie befragten Personen Aktien. Der Kauf von Strukturierten Produkten erfolgt möglicherweise nur bei sich intensiver mit ihren persönlichen Finanzgeschäften auseinandersetzen den Anlegern, was zu häufigeren und grösseren Transaktionen führen kann. Ein zweiter Grund ist die begrenzte Laufzeit von Strukturierten Produkten und die dadurch verbundene Notwendigkeit der Wiederanlage.

Tabelle 43: Vergleich der Transaktionensvolumina bei Strukturierten Produkten und bei Aktien im Jahr 2008

|                             | <b>Strukturierte Produkte 2008</b><br>N=217 | <b>Equity Ownership 2008</b> |
|-----------------------------|---|------------------------------|
| <b>Transaktionsvolumina</b> |   |                              |
| <5'000 CHF                  | 9%  | 38%                          |
| 5'000 – 25'000 CHF          | 61%   | 47%                          |
| 25'001 – 1 Mio. CHF         | 29%   | 15%                          |
| >1 Mio. CHF                 | <1%   | <1%                          |

### 6.5.3 Zeitpunkt des Kaufs von Strukturierten Produkten

Über 60% aller Personen, die sich zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz von Strukturierten Produkten befanden, kauften ihre Produkte mehrheitlich bei Emission, und nur 40% erwarben diese im Sekundärmarkt. Deutliche Unterschiede zeigen sich in Tabelle 44 bei der Unterteilung nach der Art, wie der An-

lageentscheid getroffen wird. Während beinahe drei Viertel aller durch Bankberater unterstützten Anleger bei Emission kaufen, sinkt dieser Anteil bei mithilfe von Freunden oder Bekannten entscheidenden Befragten auf unter die Hälfte. Zum einen werden Berater von Banken besser über Neuemissionen unterrichtet sein als private Anleger und haben deshalb eher die Möglichkeit, dem Anleger diese Produkte während der Zeichnungsfrist anzubieten. Zum anderen hat auch der Emittent ein Interesse, Strukturierte Produkte bei Emission zu verkaufen. In empirischen Studien wurde nachgewiesen, dass die Preise von Strukturierten Produkten zum Emissionszeitpunkt deutlich über dem fairen Wert<sup>332</sup> liegen. Diese Abweichung vom fairen Wert reduziert sich während der Laufzeit. Daher kann es für private Anleger sinnvoll und günstiger sein, die gewünschten Produkte erst im Sekundärmarkt zu erwerben, da er so fairere Preise erwarten kann.<sup>333</sup>

Tabelle 44: Anteil an Käufen von Strukturierten Produkten bei Emission

|  | <b>Anteil</b> |
|--|---------------|
| <b>Alle</b>                              | 61.0%         |
| <b>Anlageentscheid durch Anleger ...</b> |               |
| zusammen mit Bankberater                 | 72.7%         |
| alleine                                  | 61.4%         |
| zusammen mit unabhängigem Berater        | 55.6%         |
| mit Hilfe von Freunden                   | 45.5%         |

N=220

Der Anteil an bei Emission kaufenden Personen nimmt bei älteren und vermögenden Anlegern zu. Dies ist sicherlich auch im Zusammenhang damit zu sehen, dass diese Personengruppen häufiger von Bankberatern bei ihrem Kaufentscheid unterstützt werden. Keinen messbaren Einfluss hatten hingegen das Geschlecht und der Wissensstand über Strukturierte Produkte auf den Anteil an Besitzern, die ihre Produkte bei Emission kaufen. Dies verdeutlicht, dass auch Anlegern mit guten Kenntnissen die unterschiedlich faire Preisstellung zum Emissionszeitpunkt und während der Laufzeit nicht bekannt ist.

<sup>332</sup>Der faire Wert eines Strukturierten Produkts wird ermittelt, indem der (thoeretische) Wert jedes Bestandteils bestimmt wird und anschliessend alle Werte aufsummiert werden.

<sup>333</sup>Ausgewählte Studien zu dieser Thematik:

Schweizer Markt, 1995–1999: Wohlwend (2001), S. 249–256.

Schweizer Markt, 2007: Wallmeier und Diethelm (2008), S. 14–16.

Deutscher Markt, 2000: Wilkens und Scholz (2000), S. 174–175.

Deutscher Markt, 2001: Baule, Rühling und Scholz (2004), S. 828–829.

Deutscher Markt, 2001–2002: Stoimenov und Wilkens (2005), S. 2984–2992.

Holländischer Markt, 1999–2002: Marta Szymanowska und Veld (2008), S. 12.

Ebenfalls keine Differenzen lassen sich zwischen den einzelnen als Transaktionspartner genutzten Bankgruppen feststellen. Die drei am häufigsten für Handelsabschlüsse mit Strukturierten Produkten genannten Bankgruppen sind die Grossbanken (40% aller Nennungen), gefolgt von den Kantonalbanken (20%) und den Regionalbanken (16%). Andere Bankgruppen wie Privatbanken (8%) oder ausländische Banken (2%) wurden kaum genannt. Überraschend selten werden Käufe von Strukturierten Produkten über Online-Broker (4%) getätigt.

#### **6.5.4 Wesentliche Erkenntnisse**

In Jahren mit einer positiven Entwicklung des Aktienmarktes kaufen Anleger häufiger zum ersten Mal Strukturierte Produkte als in schlechten Börsenjahren. Dies mag intuitiv verständlich sein, ist aber bei Strukturierten Produkten nicht zwingend sinnvoll. Diese Finanzinstrumente könnten auch bei fallenden Kursen – sei es als Absicherung oder auch als Investitionsmöglichkeit bei negativen Markterwartungen – genutzt werden. Jedoch scheint dieser Umstand wenigen Anlegern bekannt, wie auch die Tatsache, dass die Preisstellung von Strukturierten Produkten bei Emission signifikant zuungunsten des Käufers ausfällt. Diese Preisgestaltung zugunsten des Emittenten reduziert sich im Sekundärmarkt deutlich. Daher kann es für private Anleger von Vorteil sein, Strukturierte Produkte erst nach der Zeichnungsfrist zu erwerben. Jedoch nutzen nur 40% aller Besitzer von Strukturierten Produkten diese Möglichkeit, wobei die Resultate je nach Art, wie der Anlageentscheid getroffen wird, differieren. Von Bankberatern unterstützte Anleger kaufen deutlich häufiger bei Emission als durch Bekannte oder Freunde beratene Personen.

### **6.6 Phase der Messung des Anlageerfolgs im Anlageprozess**

In der letzten Phase des Anlageprozesses wird periodisch der Erfolg oder Misserfolg der getroffenen Anlageentscheidungen gemessen und analysiert. Untersucht wird in diesem Abschnitt, ob Anleger den Kursverlauf ihrer Strukturierten Produkte sowie denjenigen der dazugehörigen Basiswerte verfolgen und welche Quellen sie hierfür nutzen. Zudem wurden die Befragten ersucht, ihre in den letzten zwölf Monaten vor der Umfrage mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite anzugeben.

### 6.6.1 Kursbeobachtung der Strukturierten Produkte durch den Anleger

Drei Viertel aller Besitzer und Ex-Besitzer verfolgten den Verlauf der Kurse ihrer Strukturierten Produkte über die Laufzeit. Tabelle 45 zeigt zudem, dass die Art, wie und durch wen der Anlageentscheid getroffen wird, einen Einfluss auf die laufende Kursbeobachtung hat.<sup>334</sup> Allein oder mit Hilfe von Freunden oder Bekannten entscheidende Personen verfolgen den Kursverlauf häufiger als Anleger, die durch professionelle Berater in ihrem Kaufentscheid unterstützt werden. Nur die Hälfte aller Befragten mit einem Vermögensverwaltungsauftrag sieht sich die Entwicklung der Kurse der sich im Portfolio befindlichen Strukturierten Produkte an. Dies lässt den Schluss zu, dass, je stärker der Anleger in den Anlageentscheid eingebunden wird, desto eher er auch den Kursverlauf seiner Produkte verfolgt.

Tabelle 45: Anteil an den Kurs der eigenen Strukturierten Produkte beobachtenden Anlegern

|  | Anteil |
|--|--------|
| <b>Alle Befragte</b>                     | 74.8%  |
| <b>Anlageentscheid durch Anleger ...</b> |        |
| Alleine                                  | 79.5%  |
| Zusammen mit Freunden                    | 74.3%  |
| Zusammen mit unabhängigem Berater        | 68.8%  |
| Zusammen mit Bankberater                 | 68.4%  |
| Durch Vermögensverwalter                 | 53.8%  |

N=303

Keine auffälligen Unterschiede lassen sich zwischen den Geschlechtern, den Vermögensklassen, den Besitzgruppen sowie den Alterskategorien feststellen. Der Anteil an den die Kurse ihrer Strukturierten Produkte beobachtenden Anlegern beträgt in den meisten Untergruppen circa 75%. Zwei Ausnahmen sind indes- sen zu beobachten. Deutlich über dem Durchschnitt liegen mit einem Anteil von 93% die 18– bis 29-jährigen Anleger und deutlich weniger häufig als der Durchschnitt verfolgen Personen ohne Kenntnisse über Strukturierte Produkte den Kursverlauf ihrer Produkte.

Die Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 hatte zur Folge, dass die Anleger in Strukturierte Produkte häufiger auf den Kursverlauf ihrer Produkte achte-

<sup>334</sup>Bei einer Analyse von Besitzern und Ex-Besitzern ist der die Signifikanz des Zusammenhangs messende Chi-Quadrat-Wert auf dem 80%-Niveau signifikant. Werden nur Besitzer untersucht, ist der Wert auch auf dem 95%-Niveau signifikant.

ten. Dies gilt insbesondere für ältere Anleger. Beinahe die Hälfte der 50– bis 74-jährigen Befragten verfolgen seit der Finanzkrise die Kurse ihrer Produkte häufiger. Dieser Anteil beträgt im Vergleich bei den 30– bis 39-jährigen Anlegern nur knapp ein Fünftel. Diese Resultate sowie die Tatsache, dass es zum Zeitpunkt der Befragung im Mai/Juni 2008 keine unterschiedlichen Ergebnisse mehr zwischen den einzelnen Altersgruppen bezüglich des Anteils an den Kursverlauf beobachtenden Befragten festzustellen waren, zeigen, dass vor allem ältere Personen erst im Zuge der Krise an den Finanzmärkten begannen, auf die Kurse ihrer Anlagen zu achten.

Bei der Beobachtung der Kurse der Basiswerte, welche den Strukturierten Produkten zugrunde liegen, ergeben sich ähnliche Resultate. Während drei Viertel aller nicht professionell beratenen Anleger auch die Kursentwicklung der Basiswerte verfolgen, sinkt dieser Anteil bei durch Bankberater (59%) und durch unabhängige Berater (44%) unterstützten Personen deutlich. Bei Anlegern mit einem Vermögensverwaltungsauftrag beträgt dieser Anteil nur noch 23%.<sup>335</sup> Tabelle 46 zeigt zudem, dass Personen mit einem hohen Kenntnisstand über Strukturierte Produkte deutlich häufiger den Kursverlauf der Basiswerte verfolgen als Anleger ohne diese Kenntnisse.

Die Beobachtung des Basiswertkurses ist bei Strukturierten Produkten unabhängig, da der Wert des derivativen Instruments hauptsächlich von diesem abhängt. Bei einer vollständigen Beurteilung der künftigen Chancen und Risiken des Strukturierten Produkts muss deshalb die Entwicklung des Basiswertes in die Analyse miteinbezogen werden.

Tabelle 46: Anteil an den Kurs der zugrundeliegenden Basiswerte beobachtenden Anlegern

|   | <b>Anteil</b> |
|---|---------------|
| <b>Alle Befragte</b>                          | 68.1%         |
| <b>Kenntnisse über Strukturierte Produkte</b> |               |
| keine Kenntnisse                              | 32.0%         |
| Basiskenntnisse                               | 62.3%         |
| gute Kenntnisse                               | 76.3%         |
| sehr gute Kenntnisse                          | 71.4%         |

N=382

<sup>335</sup> Auch die Chi-Quadrat-Werte dieses Zusammenhangs sind sowohl für Besitzer und Ex-Besitzer getrennt analysiert wie auch für beide Gruppen zusammen auf dem 95%-Niveau signifikant.

Wie bei der Beobachtung der Kurse der Strukturierten Produkte sind auch bei den Basiswerten zwischen einzelnen Merkmalen kaum Unterschiede feststellbar. Weder Geschlecht noch Vermögen haben einen Einfluss auf den Anteil an Anlegern, welche die Kursentwicklung der Basiswerte verfolgen. Wie bereits zuvor gibt es eine Ausnahme. Der Anteil an beobachtenden Personen liegt bei den 18– bis 29-jährigen Anlegern mit 93% deutlich oberhalb des Durchschnitts der Befragten.

### 6.6.2 Quellen für die Kursbeobachtung

Zur Beobachtung des Kursverlaufs ihrer Strukturierten Produkte nutzen 70% aller Besitzer und Ex-Besitzer das Internet. Weitere wichtige Quellen sind Zeitungen sowie Informationen der Banken, namentlich Depotauszüge. Ähnlich wie bei den Medien zur Informationsbeschaffung über Strukturierte Produkte in Abschnitt 6.3.2 gibt es zwischen den Geschlechtern Unterschiede ( $\leftrightarrow$  Tabelle 47). Für beide Geschlechter ist das Internet die wichtigste Quelle, jedoch nutzen Männer diese häufiger als Frauen. Dafür stützen sich Anlegerinnen eher auf gedruckte Informationen wie Zeitungen oder Depotauszüge der Banken. Bei den anderen Quellen wurden hauptsächlich Informationsdienste wie Reuters oder Bloomberg sowie das Fernsehen genannt.

Tabelle 47: Quellen zur Kursbeobachtung nach Geschlecht

|                                     | <b>Alle</b><br>N=303 | <b>Frauen</b><br>N=75 | <b>Männer</b><br>N=229 |
|-------------------------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|
| <b>Häufigkeit genutzter Quellen</b> |                      |                       |                        |
| Internet                            | 69.8%                | 63.8%                 | 71.7%                  |
| Zeitungen                           | 32.8%                | 40.2%                 | 30.4%                  |
| Informationen der Bank              | 23.0%                | 27.1%                 | 21.7%                  |
| Andere                              | 5.1%                 | 12.8%                 | 2.7%                   |

Weitere untersuchte Merkmale neben dem Geschlecht sind Vermögens- und Altersklassen sowie der Wissensstand über Strukturierte Produkte. Während beim Vermögen keine Unterschiede festgestellt werden können, nutzen Personen mit guten Kenntnissen eher Depotauszüge als Quelle, greifen dafür aber weniger auf Zeitungen zurück. Bei den Alterskategorien werden nicht weiter überraschende Differenzen sichtbar. So nutzen ältere Anleger häufiger Zeitungen und weniger häufig das Internet als jüngere Personen, um sich über die Kursentwicklung ihrer Strukturierten Produkte zu informieren.



### 6.6.3 Erzielte Performance mit Strukturierten Produkten

Die Aktienmärkte in den zwölf Monaten vor der Umfrage – im Zeitraum von Mai/Juni 2007 bis April/Mai 2008 – waren geprägt durch den Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 und die daraus folgenden Kursverwerfungen an den Finanzmärkten. In diesem Abschnitt wird die Rendite analysiert, welche die Anleger mit ihren Strukturierten Produkten erzielten. In die Untersuchung flossen ausschliesslich Daten von Personen ein, die sich zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz dieser Produkte befanden.

Trotz des schlechten Börsenumfelds gelang es über einem Drittel aller Besitzer eine positive Rendite mit ihren Strukturierten Produkten zu erzielen. Dieser Umstand zeigt, dass diese Finanzinstrumente bei einem geschickten Einsatz auch in sich negativ entwickelnden Finanzmärkten einen positiven Performancebeitrag leisten können. Beinahe die Hälfte aller Anleger erlitt mit ihrer Anlage in Strukturierte Produkte jedoch einen Verlust. Tabelle 48 macht sichtbar, dass Anleger mit einem Vermögen kleiner als 100'000 CHF eher Verluste erlitten als Besitzer mit einem Vermögen über 100'000 CHF. Nur ein Viertel aller Besitzer aus der kleinsten Vermögenskategorie konnte die vergangenen zwölf Monate mit einem Gewinn abschliessen, während dieser Anteil bei den vermögenderen Anlegern bei knapp 40% liegt. Ein Grund könnte die in den knappen angelegten Mitteln begründete mangelnde Möglichkeit zur Diversifikation innerhalb der Strukturierten Produkte sein. So haben 80% aller Besitzer mit einem Vermögen kleiner als 100'000 CHF maximal zwei Produkte in ihrem Portfolio. Bei Anlegern, die mehr als 100'000 CHF Vermögen aufweisen, beträgt dieser Anteil nur 52%, und über ein Viertel besitzt mindestens vier Strukturierte Produkte.

Tabelle 48: Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Vermögen

|                              | <b>Gewinn</b> | <b>Weder Gewinn<br/>noch Verlust</b> | <b>Verlust</b> |
|------------------------------|---------------|--------------------------------------|----------------|
| <b>Alle Befragte</b> (N=338) | 35.4%         | 16.6%                                | 47.9%          |
| <b>Vermögen</b> (N=209)      |               |                                      |                |
| <100'000 CHF                 | 25.0%         | 6.3%                                 | 68.8%          |
| 100'001 – 500'000 CHF        | 35.9%         | 18.5%                                | 45.7%          |
| 500'001 – 1 Mio. CHF         | 36.4%         | 16.4%                                | 47.3%          |
| >1 Mio. CHF                  | 37.0%         | 21.7%                                | 41.3%          |

Zwischen den Geschlechtern oder den Alterskategorien sind keine Unterschiede bezüglich des Anteils an Anlegern mit positiver oder negativer Performance bei

Strukturierten Produkten festzustellen. Auch scheinen gute Kenntnisse nicht vor Verlusten mit Strukturierten Produkten zu schützen. Zwischen den einzelnen Gruppen mit unterschiedlich hohem Wissensstand sind keine messbaren Zusammenhänge feststellbar. Ein jedoch aus Gründen der geringen Anzahl an Befragten nicht statistisch signifikanter Ausreisser zeigt sich bei der Art, wie der Anlageentscheid getroffen wird. Beinahe zwei Drittel aller Personen mit einem Vermögensverwaltungsauftrag gaben an, im betroffenen Zeitraum eine positive Rendite mit Strukturierten Produkten erzielt zu haben.

Weiter wurden alle Besitzer gebeten, ihre in den zwölf Monaten vor der Umfrage mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite anzugeben. Das arithmetische Mittel der Renditen beträgt über alle Befragten ermittelt  $-8.3\%$  und der Median-Wert  $-6.0\%$ . Eine Untersuchung der Renditen von 925 Strukturierten Produkten zwischen September 2007 und April 2008 hat ergeben, dass Kapitalschutzprodukte durchschnittlich mit  $-3\%$  rendierten, während der SMI eine Rendite von  $-21\%$  aufwies. Partizipationsprodukte verloren in diesem Zeitraum  $25\%$  an Wert und Renditeoptimierungsprodukte  $16\%$ .<sup>336</sup> Zur Ermittlung der gewichteten durchschnittlichen Rendite wurden die einzelnen Renditen der Produktkategorien mit dem jeweiligen Anteil der Produktkategorie am in Strukturierte Produkte investierten Vermögen gewichtet.<sup>337</sup> Die daraus resultierende Durchschnittsrendite von  $-11.3\%$  zeigt, dass die von den Befragten angegebenen Renditen bei einer Durchschnittsbetrachtung eher etwas zu hoch ausfielen, aber dennoch plausibel scheinen.

Bei der folgenden Interpretation der Daten muss jedoch stets beachtet werden, dass diese Selbstangaben der Befragten darstellen und von den effektiv realisierten Renditen abweichen können. Um statistische Zusammenhänge messen zu können, wurden zunächst die erzielten Renditen mittels Kolmogorov-Smirnov-Test auf Normalverteilung geprüft. Jedoch konnte weder für die prozentualen Renditen noch für die logarithmierten Renditen eine Normalverteilung festgestellt werden.<sup>338</sup> Daher wurde bei der Analyse von signifikant unterschiedlichen Renditen zwischen einzelnen Anlegergruppen anschliessend mit nicht parametri-

---

<sup>336</sup>Vgl. Wiesendanger (2008), S. 31–33.

<sup>337</sup>Die Daten sind in der Grafik 12 im Abschnitt 2.3.2 zu finden.

<sup>338</sup>Die Testwerte für Kolmogorov-Smirnov betragen 3.195 sowie 2.804. Diese Werte zeigen hoch signifikant, dass die Hypothese von normalverteilten Renditen verworfen werden muss. Vgl. Toutenburg, Schomaker, Wissmann und Heumann (2009), S. 244–245.

schen Tests wie dem Kruskal–Wallis–Test<sup>339</sup> oder dem Mann–Whitney–Test<sup>340</sup> gearbeitet und so die Fragestellungen 3<sup>341</sup> und 7<sup>342</sup> getestet.

Von Interesse ist, welche Merkmale von Anlegern zu einer im Vergleich zum Durchschnitt besseren Rendite führen. Insbesondere wurde untersucht, ob es für Käufer von Strukturierten Produkten Merkmale gibt, welche sich der Käufer aneignen kann, um so tendenziell eine bessere Rendite im Vergleich zu anderen Besitzern zu erzielen. Tabelle 49 zeigt die arithmetischen Mittelwerte sowie die Median–Werte von nicht veränderbaren Merkmalen wie Geschlecht, Alter oder Vermögen. Zwischen weiblichen und männlichen Anlegern zeigt sich ein deutlicher, jedoch statistisch nicht belegbarer Renditeunterschied. Erklärt werden kann diese Differenz weder durch einen schlechteren Diversifikationsgrad noch durch die höhere Risikoneigung der Anlegerinnen. Während beim Grad der Diversifikation keine Unterschiede zwischen den Geschlechtern festgestellt werden können, sind Besitzerinnen sogar deutlich weniger risikobereit, was in einem schlechten Marktumfeld zu einer weniger negativen Rendite führen sollte. Das arithmetische Mittel der beiden Geschlechter gleicht sich an, wenn die Daten um Extremwerte<sup>343</sup> bereinigt werden.

Bei den Mittelwerten der einzelnen Vermögenskategorien zeigt sich zwar ein deutlicher Trend, welcher sich jedoch beim Betrachten der Median–Werte nicht erhärten lässt. Die ähnlichen Median–Werte deuten darauf hin, dass die Renditeunterschiede durch Extremwerte verursacht werden. Teilweise kann zudem die höhere durchschnittliche Rendite bei den vermögenderen Anlegern durch den höheren Grad an Diversifikation innerhalb der Anlegekategorie der Strukturierten Produkte erklärt werden.

Die Unterteilung nach den fünf Alterskategorien zeigt keinerlei Regelmässigkeit, teilweise sind sogar die Vorzeichen des arithmetischen Mittels und des Medians innerhalb einer Kategorie verschieden. Feststellbar ist, dass Anleger zwischen 30 und 49 Jahren eine höhere durchschnittliche Rendite erzielen als die übrigen Alterskategorien. Der statistisch nicht signifikante Unterschied verschwindet auch beim Ausschluss der Extremwerte nicht. Wie auch schon bei der Unterteilung

---

<sup>339</sup>Vgl. Pruscha (2006), S. 95–96.

<sup>340</sup>Vgl. Pruscha (2006), S. 30–33.

<sup>341</sup>„Erzielen sich überschätzende Anleger tiefere Renditen als Anleger, die ihr Wissen über Strukturierte Produkte unterschätzen oder korrekt einschätzen?“ (siehe S. 95)

<sup>342</sup>„Erzielen Anleger, die von einem Bankkundenberater unterstützt werden, mit ihren Strukturierten Produkten eine höhere Rendite als Anleger, welche selbst oder mithilfe von Freunden ihre Entscheidungen treffen?“ (siehe S. 97)

<sup>343</sup>Renditen über 100% wurden als Extremwerte definiert. Bei einer Analyse ohne Extremwerte reduziert sich das Sample um drei Beobachtungen.

Tabelle 49: Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Geschlecht, Vermögen und Alter

|                               | Arithmetisches Mittel | Median |
|-------------------------------|-----------------------|--------|
| <b>Alle Befragten</b> (N=162) | -8.3%                 | -6.0%  |
| <b>Geschlecht</b> (N=162)     |                       |        |
| Frauen                        | -11.6%                | -10.0% |
| Männer                        | -7.5%                 | -6.0%  |
| <b>Vermögen</b> (N=145)       |                       |        |
| <100'000 CHF                  | -15.4%                | -9.1%  |
| 100'001 – 500'000 CHF         | -7.5%                 | -5.0%  |
| 500'001 – 1 Mio. CHF          | -9.6%                 | -6.4%  |
| >1 Mio. CHF                   | -3.0%                 | -9.3%  |
| <b>Alter</b> (N=162)          |                       |        |
| 18–29 Jahre                   | -16.0%                | -14.9% |
| 30–39 Jahre                   | -6.8%                 | 2.7%   |
| 40–49 Jahre                   | 0.8%                  | -3.9%  |
| 50–59 Jahre                   | -14.8%                | -10.0% |
| 60–74 Jahre                   | -9.5%                 | -7.3%  |

nach Geschlecht kann diese Differenz nicht durch Unterschiede in der Risikoneigung erklärt werden. Beide Alterskategorien mit den besseren Renditen sind dem Risiko weniger abgeneigt und sollten daher in einem schlechten Marktumfeld negativere Rendite als Anleger mit einem weniger akzentuierten Risikoprofil erzielen.

Nach den unveränderbaren Attributen wurde die erzielte Rendite auch auf Merkmale hin analysiert, welche durch den Anleger beeinflussbar sind. Es zeigt sich in Tabelle 50, dass zusätzliches Wissen über Strukturierte Produkte keine höhere Rendite zur Folge hat. Die durchschnittlichen Renditen der Anlagen von Investoren mit Basiskenntnissen sowie mit guten und sehr guten Kenntnissen weisen keine statistisch signifikanten Unterschiede auf. Dieser fehlende Zusammenhang zwischen dem Wissensstand und dem Anlageerfolg wird auch bei Aktienanlagen beobachtet.<sup>344</sup>

Die Art der Anlageentscheidung hat teilweise einen Einfluss auf die Performance der Anleger. So ist die durchschnittliche Rendite von Personen mit einem Vermögensverwaltungsmandat besser als diejenige von durch Freunde oder Bankberater in der Anlageentscheidung unterstützten Besitzern. Deutlich am schlechtesten schneiden Anleger ab, die sich durch nicht professionelle Personen beraten

<sup>344</sup>Vgl. Cocca, von Siebenthal und Volkart (2008), S. 44.

Tabelle 50: Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Wissensstand und Art der Anlageentscheidung

|   | Arithmetisches Mittel | Median |
|---|-----------------------|--------|
| <b>Alle Befragten</b> (N=162)                           | -8.3%                 | -6.0%  |
| <b>Wissensstand über Strukturierte Produkte</b> (N=153) |                       |        |
| keine Kenntnisse  | -16.6%                | -16.4% |
| Basiskenntnisse   | -5.7%                 | -1.0%  |
| gute Kenntnisse   | -8.8%                 | -8.0%  |
| sehr gute Kenntnisse                                    | -9.2%                 | -10.0% |
| <b>Art der Anlageentscheidung</b> (N=162)               |                       |        |
| Anleger alleine   | -5.4%                 | -5.6%  |
| Anleger mit Hilfe von Freunden                          | -17.1%                | -17.2% |
| Anleger zusammen mit unabhängigem Berater               | -6.8%                 | -8.0%  |
| Anleger zusammen mit Bankberater                        | -10.0%                | -8.3%  |
| Vermögensverwaltungsauftrag                             | -2.3%                 | -3.7%  |

lassen. Es lässt sich auf dem 95%-Niveau statistisch signifikant zeigen, dass durch Freunde oder Bekannte unterstützte Besitzer von Strukturierten Produkten eine schlechtere Rendite mit ihren Produkten erzielen als Personen, die entweder allein entscheiden oder professionelle Hilfe bei der Anlageentscheidung in Anspruch nehmen.<sup>345</sup> Die Resultate zeigen auch, dass sich allein entscheidende Anleger eine bessere Rendite erzielen als Personen, die sich von einer Bank beraten lassen. Dieses Ergebnis verändert sich auch nicht, wenn der Wissensstand oder die Risikoneigung des Anlegers in die Analyse miteinbezogen werden.

Hingegen lässt sich nicht zeigen, dass professionelle Beratung zu einer höheren Rendite bei Anlagen in Strukturierte Produkte führt. Anleger, die ihre Entscheidungen ohne Hilfe tätigen, erzielten im entsprechenden Zeitraum durchschnittlich sogar eine höhere Rendite als Personen, die sich durch professionelle Berater in ihrer Anlageentscheidung unterstützen liessen. Die Fragestellung 7<sup>346</sup> kann aufgrund dieser Resultate nicht positiv beantwortet werden.

Schliesslich lässt sich zeigen, dass ihre Produktkenntnisse überschätzende Anleger statistisch signifikant schlechtere Renditen mit ihren Strukturierten Produk-

<sup>345</sup>Hierfür wird der Mann-Whitney-Test verwendet, welcher einen Z-Wert von -1.961 aufweist. Vgl. Pruscha (2006), S. 30-33.

<sup>346</sup>„Erzielen Anleger, die von einem Bankkundenberater unterstützt werden, mit ihren Strukturierten Produkten eine höhere Rendite als Anleger, welche selbst oder mithilfe von Freunden ihre Entscheidungen treffen?“ (siehe S. 97)

ten erzielten als ihre Kenntnisse realistischer einschätzende Personen.<sup>347</sup> Tabelle 51 zeigt wiederum die entsprechenden arithmetischen Mittel sowie die Median-Werte. Die Resultate sind auch hier robust. Der Einbezug der Risikoneigung eines Anlegers verändert die Ergebnisse nicht. Wenn dieser Test mit nach Geschlecht getrennten Gruppen durchgeführt wird, bleibt das Ergebnis für männliche Anleger bestehen. Das Signifikanzniveau erhöht sich sogar auf 95%. Hingegen ist bei den Anlegerinnen in Strukturierte Produkte kein Zusammenhang mehr erkennbar.

Tabelle 51: Mit Strukturierten Produkten erzielte Rendite nach Güte der Selbsteinschätzung

|  | Arithmetisches Mittel | Median |
|--|-----------------------|--------|
| <b>Güte der Selbsteinschätzung</b>           |                       |        |
| Unterschätzung der eigenen Kenntnisse        | -4.1%                 | -1.3%  |
| Korrekte Einschätzung der eigenen Kenntnisse | -9.8%                 | -4.5%  |
| Überschätzung der eigenen Kenntnisse         | -18.1%                | -11.3% |

N=153

Diese Resultate zeigen, dass Fragestellung 3<sup>348</sup> positiv beantwortet werden kann, da sich selbst überschätzende Anleger eine signifikant tiefere Rendite erzielen als Personen, die ihre Kenntnisse korrekt einschätzen oder unterschätzen. Für einen Anleger ist daher wichtig, sich über die eigenen Kenntnisse im Klaren zu sein, damit er sich nicht selbst schadet.

#### 6.6.4 Einfluss der Performance auf die Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten

Schliesslich wird ein möglicher Zusammenhang zwischen der erzielten Rendite und der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten und den daraus folgenden Anlageentscheidungen analysiert. Wenig überraschend zeigt sich in Tabelle 52, dass eine positive Rendite im Zeitraum von Mai/Juni 2007 bis April/Mai 2008 einen statistisch signifikant positiven Einfluss sowohl auf die Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten als auch auf die Einschätzung der gemachten Erfahrungen mit diesen Produkten hat.<sup>349</sup> Über die Hälfte aller Besitzer

<sup>347</sup>Der Kruskal-Wallis-Test stützt auf dem 90%-Niveau die Hypothese, dass ein Zusammenhang zwischen der Güte der Selbsteinschätzung und der erzielten Rendite besteht.

<sup>348</sup>„Erzielen sich überschätzende Anleger tiefere Renditen als Anleger, die ihr Wissen über Strukturierte Produkte unterschätzen oder korrekt einschätzen?“ (siehe S. 95)

<sup>349</sup>Die Chi-Quadrat-Werte sind für beide Analysen auf dem 95%-Niveau statistisch signifikant.

mit einer positiven Rendite gibt an, gute Erfahrungen mit Strukturierten Produkten gemacht zu haben, und nur 6% berichteten von negativen Erfahrungen. Bei Befragten, die eine negative Rendite im entsprechenden Zeitraum erzielt haben, ist dieser Anteil an Anlegern mit negativen Erfahrungen mit 34% um ein Vielfaches höher. Ein ähnliches, wenn auch nicht ganz so eindeutiges Resultat ergibt sich bei der Gegenüberstellung der erzielten Rendite und der Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten. Anleger mit einer positiven Rendite sind diesen Produkten gegenüber auch positiver eingestellt als Anleger mit einer nicht positiven Rendite.

Tabelle 52: Einfluss der erzielten Rendite auf Erfahrungen und Einstellung

|                         | <b>Erfahrungen mit Strukturierten Produkten</b>       |         |         |
|-------------------------|---|---------|---------|
|                         | positiv   | neutral | negativ |
| <b>erzielte Rendite</b> |   |         |         |
| positiv                 | 56.6%   | 37.3%   | 6.0%    |
| keine                   | 28.2%   | 53.8%   | 17.9%   |
| negativ                 | 15.3%   | 50.5%   | 34.2%   |
|                         | <b>Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten</b> |         |         |
|                         | positiv   | neutral | negativ |
| <b>erzielte Rendite</b> |   |         |         |
| positiv                 | 53.7%   | 41.5%   | 4.9%    |
| keine                   | 38.5%   | 41.0%   | 20.5%   |
| negativ                 | 35.1%   | 46.8%   | 18.0%   |

N=232

Aus einer negativen Einstellung und schlechten Erfahrung folgt, dass der Anleger seinen Anteil an Strukturierten Produkten eher abbauen möchte, während positiv eingestellte Besitzer ihren Anteil an Strukturierten Produkten gleich belassen wollen oder sogar planen, ihn zu vergrössern. Diese Resultate machen deutlich, dass Fragestellung 6<sup>350</sup> positiv beantwortet werden kann.

In Tabelle 53 wird der Zusammenhang zwischen der erzielten Rendite und dem geplanten Anteil an Strukturierten Produkten im Depot ersichtlich. Ein Fünftel aller Anleger mit einer positiven Rendite will seinen Anteil vergrössern, und nur 14% denken an eine Reduktion. Bei den Befragten, die mit ihren Produkten Verluste erlitten haben, wollen über 40% den Anteil an Strukturierten Produkten im Portfolio reduzieren. An einen Zukauf denkt nur knapp ein Sechstel. Bei den Anlegern mit einer weder negativen noch positiven Rendite überrascht der grosse Anteil, die an einen Ausbau der Positionen in Strukturierten Produkten

<sup>350</sup> „Führt eine positive Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten zu einem verstärkten Kaufinteresse?“ (siehe S. 97)

denken. Ein möglicher Grund ist, dass eine nicht negative Rendite im untersuchten Zeitraum im Vergleich zu den Renditen an den Aktienmärkten als Erfolg gesehen werden kann.

Tabelle 53: Einfluss der erzielten Rendite auf künftigen Anteil an Strukturierten Produkten

|  | <b>Anteil an Strukturierten Produkten ...</b> |                 |             |
|--|---|-----------------|-------------|
|  | vergrössern                                   | gleich belassen | verkleinern |
| <b>Erzielte Rendite mit Strukturierten Produkten</b> |   |                 |             |
| positiv  | 21.0%   | 65.4%           | 13.6%       |
| keine  | 29.7%   | 45.9%           | 24.3%       |
| negativ  | 13.8%   | 45.9%           | 40.4%       |

N=227

### 6.6.5 Wesentliche Erkenntnisse

Drei Viertel aller Anleger verfolgen den Kursverlauf ihrer Strukturierten Produkte, wobei die wichtigste Informationsquelle das Internet ist. Etwas tiefer ist der Anteil an Personen, welche auch die Kursentwicklung der zugrundeliegenden Basiswerte beobachten. Beide Werte zeigen, dass sich Anleger mit ihren Strukturierten Produkten und auch den Basiswerten beschäftigen.

Bei der im Zeitraum der Umfrage erzielten Rendite zeigt sich, dass bei allen Anlegern ein durchschnittlicher Verlust von über 8% resultierte. Statistisch nachweisbare Unterschiede ergeben sich zwischen der Güte der Selbsteinschätzung des eigenen Kenntnisstands über Strukturierte Produkte sowie der Art, wie der Anlageentscheid getroffen wird. Anleger, die ihre eigenen Kenntnisse überschätzen, erlitten einen deutlich grösseren Verlust mit ihren Strukturierten Produkten als Personen, die sich korrekt einschätzen konnten oder sich unterschätzten. Überraschenderweise weisen sich mit professioneller Beratung entscheidende Anleger durchschnittlich keine höhere Rendite auf als Personen, die ihre Anlageentscheidungen alleine treffen. Es scheint, dass ein Anleger aus der Beratung keinen finanziellen Nutzen ziehen kann.

Eine dritte Erkenntnis ist, dass Anleger mit einer positiven Rendite eine bessere Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten haben, und dass diese Anleger ihren Anteil an Produkten im Portfolio eher ausbauen wollen. Aus Sicht der Emittenten zeigen diese Resultate, dass ein aktueller Besitzer von Strukturierten Produkten wieder in diese Instrumente investiert, wenn er positive Erfahrungen gemacht hat. Diese positive Erfahrung hängt stark von der in der Vergangen-



heit mit Strukturierten Produkten erzielen Rendite ab. Wichtig daher ist aus Sicht der Emittenten, dass sie sinnvolle Produkte mit ausgewogenen Risiken sowie Chancen auf angemessene Renditen konstruieren, so dass der Käufer eine positive Rendite erzielen kann.



## 7 Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten im Schweizer Markt

Der Grossteil der Bevölkerung besass zum Zeitpunkt der Umfrage keine Strukturierten Produkte. In diesem Abschnitt wird analysiert, wie gross das Interesse an Strukturierten Produkten als Anlagemöglichkeit bei dieser Gruppe ist. Ein Hauptaugenmerk wird auf jene Aspekte gelegt, die aus Sicht der Befragten für eine Anlage in Strukturierte Produkte sprechen. Ein weiterer zentraler Punkt werden die Gründe sein, welche einen potenziellen Anleger vom Kauf abhalten.

### 7.1 Methodik zur Identifikation potentieller Käufer

Den Noch–Nie–Besitzern und Nicht–Kennern wurden vier Umschreibungen von Produktkategorien vorgelesen. Anschliessend wurden sie befragt, ob sie Interesse an einem solchen Produkt hätten.<sup>351</sup> Diese Beschreibungen wurden so gestaltet, dass sie eine Produktkategorie sowie deren wichtigste Aspekte auf einfache Art ohne finanzmarkttechnische Begriffe umschreiben. Dadurch wurde erreicht, dass sich auch das Interesse von Personen, die wenig oder kaum Kenntnisse über den Finanzmarkt haben, erfassen liess.

In Tabelle 54 ist der Anteil an Interessenten sowie der Anteil der jeweiligen Produktkategorie am Vermögen, welches von inländischen Privatanlegern in Strukturierte Produkte Ende des Jahres 2009 investiert war, zu sehen.<sup>352</sup> Deutlich sichtbar wird, dass das Interesse an Renditeoptimierungsprodukten am geringsten ist, was sich mit den Erkenntnissen der Behavioral Finance deckt. Aufgrund der Nutzenfunktion der Prospect–Theorie kann abgeleitet werden, dass Indivi-

---

<sup>351</sup>Die vier Umschreibungen und die jeweilige Produktkategorie, die sie beschreiben, lauten:

**Kapitalschutzprodukt:** „Wären Sie an einer Anlagemöglichkeit interessiert, die Ihnen keinen Zins bringt? Dafür können Sie von Kursgewinnen am Schweizer Aktienmarkt profitieren und sind gegen Kursverluste geschützt.“

**Renditeoptimierungsprodukt:** „Wären Sie an einer Anlagemöglichkeit interessiert, die Ihnen einen hohen Zins einbringt? Sie würden jedoch ein ähnliches Risiko wie bei einer Aktie eingehen und müssten zudem auf Kursgewinne der Aktie verzichten.“

**Partizipationsprodukt (Aspekt des Marktzugangs):** „Für einen Privatanleger ist es schwierig z.B. in Rohstoffe oder Währungen zu investieren. Wären Sie an einer Anlagemöglichkeit interessiert, mit der Sie in diese Märkte investieren können und welche Sie immer an der Börse verkaufen können?“

**Partizipationsprodukt (Aspekt der Diversifikation):** „Wären Sie an einer Anlagemöglichkeit interessiert, mit der Sie auf einen Schlag mehrere Aktien kaufen und so Ihr Vermögen besser verteilen können?“

<sup>352</sup>Die Daten stammen aus dem Statistischen Monatsheft der Schweizerischen Nationalbank. Vgl. Schweizerische Nationalbank (2010b), 50–51. Die Produktkategorie der Hebelprodukte wurde für die Ermittlung des Marktanteils nicht berücksichtigt.

duen Produkte mit konkaven Auszahlungsprofilen meiden.<sup>353</sup> Die Kategorie der Renditeoptimierungsprodukte ist auch diejenige Kategorie, welche den geringsten Anteil am gesamten in Strukturierte Produkte angelegten Vermögen, das in Depots von inländischen Privatanlegern liegt, aufweist.

Tabelle 54: Anzahl Interessenten an einzelnen Produktkategorien und Allokation in Produktkategorien von inländischen Depotinhabern

|  | Anzahl Interes-<br>santen<br>N=1'768 | Allokation Pro-<br>duktekategorien |
|--|--------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Umschriebene Kategorie</b>              |                                      |                                    |
| Kapitalschutzprodukt                       | 27.8%                                | 54.2%                              |
| Renditeoptimierungsprodukt                 | 14.4%                                | 18.8%                              |
| Partizipationsprodukt<br>(Marktzugang)     | 26.8%                                | 27.0%                              |
| Partizipationsprodukt<br>(Diversifikation) | 35.5%                                | 27.0%                              |

Grösser als bei Renditeoptimierungsprodukten ist der Anteil an Interessenten bei Partizipationsprodukten, wobei insbesondere das Interesse an einer einfachen Diversifikationsmöglichkeit auffällt. Dieses Bedürfnis lässt sich jedoch nicht nur mit Strukturierten Produkten decken, sondern auch mit aktiven und passiven Anlagefonds. Dabei gilt es für den Anleger abzuwägen, welche Vor- und Nachteile das Strukturierte Produkt im Vergleich zu einem Anlagefonds bringt.<sup>354</sup> Etwas geringer ist der Anteil an Befragten, welche ein Strukturiertes Produkt erwerben würden, um sich so Zugang zu einem bis anhin nicht verfügbaren Markt zu schaffen.

Über ein Viertel der Noch–Nie–Besitzer und Nicht–Kenner könnte sich eine Investition in ein Kapitalschutzprodukt vorstellen. Im Gegensatz zu den Besitzern, die über die Hälfte ihres in Strukturierte Produkte investierten Vermögens in Kapitalschutzprodukte angelegt haben, zeigen Personen, die noch nie im Besitz von Strukturierten Produkten waren, mehr Interesse an Partizipationsprodukten als an Kapitalschutzprodukten.

In Tabelle 55 sind die Resultate von binär logistischen Regressionen dargestellt. Untersucht wurde, welche Merkmale diejenigen Personen aufweisen, die sich aufgrund einer der Produktumschreibungen für Strukturierte Produkte interessieren. Als erklärende Variablen wurden das Geschlecht, die Selbsteinschätzung der

<sup>353</sup>Weitere Informationen zu dieser Thematik finden sich in den Abschnitten 4.3.2 sowie 4.4.

<sup>354</sup>Vor- und Nachteile von Partizipationsprodukten sind in Abschnitt 3.1 beschrieben.

Risikoneigung sowie der Kenntnisse über allgemeine Börsenfragen, der höchste Schulabschluss, das Vermögen und die Alterskategorie verwendet. Infolge fehlender statistischer Relevanz wurden nicht alle erklärenden Variablen für die Schätzung des Modells benötigt.

Die Ergebnisse aller vier Regressionen machen deutlich, dass risikosuchende Befragte eher Interesse am Kauf eines Strukturierten Produkts zeigen als dem Risiko abgeneigte Umfrageteilnehmer. Keinen statistischen Einfluss auf das Kaufinteresse der Noch-Nie-Besitzer und Nicht-Kenner haben hingegen sowohl das Vermögen als auch der höchste Schulabschluss.

Einen Kauf von Kapitalschutzprodukten können sich eher jüngere Befragte mit guten Börsenkenntnissen vorstellen. Das Geschlecht indessen scheint keinen Einfluss auf das Interesse an Kapitalschutzprodukten zu haben. Auch für Renditeoptimierungsprodukte interessieren sich eher Befragte, die nach ihrer Selbsteinschätzung über gute Börsenkenntnisse verfügen. Zwischen dem Alter und dem Interesse an einem Kauf kann – im Gegensatz zu den Kapitalschutzprodukten – bei den Renditeoptimierungsprodukten kein statistischer Zusammenhang festgestellt werden.

Tabelle 55: Regression zur Abschätzung der demografischen Daten von Interessenten an Strukturierten Produkten

|                  | Interesse an ... |                     |              |                  | Effekt        |
|------------------|------------------|---------------------|--------------|------------------|---------------|
|                  | Kapital-schutz   | Renditeop-timierung | Markt-zugang | Diversifi-kation |               |
| Risikoneigung    | 18.765***        | 32.424***           | 27.413***    | 68.599***        | risikosuchend |
| Börsenwissen     | 15.48***         | 9.269**             | 15.791***    | —                | mehr Wissen   |
| Alter            | 22.134***        | —                   | 29.471***    | 26.805***        | jünger        |
| Geschlecht       | —                | —                   | 16.634***    | 13.469***        | männlich      |
| Nagelkerke $R^2$ | 0.248            | 0.486               | 0.386        | 0.164            |               |
| N                | 721              | 726                 | 736          | 732              |               |

Bei Partizipationsprodukten, welche den Zugang zu einem zuvor nicht zugänglichen Markt ermöglichen, haben das Alter, das Geschlecht und die Kenntnisse über allgemeine Börsenfragen einen statistischen Einfluss auf das Kaufinteresse. Jüngere und männliche Umfrageteilnehmer mit höheren Kenntnissen konnten sich den Kauf eines Partizipationsprodukts eher vorstellen als ältere oder weibliche Befragte, die nur über wenig Wissen verfügen. Beim Interesse an Partizipationsprodukten mit einem Diversifikationseffekt sind ähnliche Resultate zu beobachten. Die Selbsteinschätzung des Börsenwissens indessen hat keinen statistisch signifikanten Einfluss auf das Interesse.

## 7.2 Methodik zur Abschätzung des Entwicklungspotenzials von Strukturierten Produkten

Um abschätzen zu können, wie viele Personen aus den Gruppen Noch–Nie–Besitzer und Nicht–Kenner als potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten in Frage kommen, wird nochmals auf die vier Umschreibungen zurückgegriffen. In Tabelle 56 ist abgebildet, an wie vielen Produktumschreibungen Nicht–Kenner im Vergleich zur Gruppe der Noch–Nie–Besitzer Interesse zeigen. Jedoch sind nicht alle Personen, die Interesse aufweisen, auch potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten. Um diese zu identifizieren, wird folgend eine Analyse in drei Schritten vorgenommen.

Tabelle 56: Anzahl an Interesse weckenden Produktumschreibungen

|                            | Interesse an x Produktumschreibungen |              |              |              |             |
|----------------------------|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                            | 0                                    | 1            | 2            | 3            | 4           |
| <b>Besitzgruppe</b>        |                                      |              |              |              |             |
| Nicht–Kenner (N=763)       | 60.6%                                | 18.1%        | 13.0%        | 6.8%         | 1.5%        |
| Noch–Nie–Besitzer(N=1'005) | 41.8%                                | 20.8%        | 20.6%        | 13.8%        | 3.0%        |
| <b>TOTAL</b>               | <b>49.9%</b>                         | <b>19.6%</b> | <b>17.3%</b> | <b>10.8%</b> | <b>2.4%</b> |

Im ersten Schritt werden alle Befragten, die an mindestens einer der Umschreibungen Interesse gezeigt haben, der Gruppe der Interessenten zugeteilt. Wenn kein Interesse vorhanden war, wird für die Abschätzung des Entwicklungspotenzials davon ausgegangen, dass diese Person kein potenzieller Käufer ist und in der Analyse nicht weiter berücksichtigt.

Im zweiten Schritt werden die verbleibenden Personen in zwei Gruppen unterteilt. In der ersten Gruppe – folgend Nicht–Anleger genannt – sind Personen, die zum Zeitpunkt der Umfrage keine anderen Anlagen besaßen.<sup>355</sup> Die zweite Gruppe – folgend als Anleger bezeichnet – besteht aus Personen, die zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz von anderen Anlagen waren. Die Unterteilung in Anleger und Nicht–Anleger wird vorgenommen, da 99% aller Besitzer von Strukturierten Produkten auch andere Anlageinstrumente besitzen und somit nur Anleger als potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten in Frage kommen. Daher werden von der Analyse Nicht–Anleger sowie Personen, welche keine Angaben zu ihren Anlagen gemacht haben, ausgeschlossen.

In einem letzten Schritt werden die Befragten in neun Gruppen unterteilt, welche die Kriterien Vermögen und monatliches Einkommen berücksichtigen. Diese

<sup>355</sup>Unter anderen Anlagen werden Anlagefonds, Obligationen, Aktien und Derivate zusammengefasst. Das Bankkonto zählt nicht als andere Anlage.

neun Gruppen werden anschliessend vier Kategorien zugeordnet, welche das monetäre Potenzial eines Anlegers berücksichtigen.<sup>356</sup> In Tabelle 57 werden neun Gruppen und die daraus abgeleiteten vier Kategorien dargestellt.

Tabelle 57: Vermögens- und Einkommensgruppen zur Messung des monetären Potenzials

|                        | monatliches Einkommen in CHF |                     |                     |
|------------------------|------------------------------|---------------------|---------------------|
|                        | < 6'000                      | 6'000 – 10'000      | >10'000             |
| <b>Vermögen in CHF</b> |                              |                     |                     |
| <100'000               | kein Potenzial               | geringes Potenzial  | mittleres Potenzial |
| 100'000 – 500'000      | geringes Potenzial           | mittleres Potenzial | grosses Potenzial   |
| >500'000               | grosses Potenzial            | grosses Potenzial   | grosses Potenzial   |

Der Gruppe der Käufer ohne monetäres Potenzial werden alle Anleger zugeteilt, die weniger als 100'000 CHF Vermögen und weniger als 6'000 CHF monatliches Einkommen aufweisen. Für die Abschätzung des Entwicklungspotenzials von Strukturierten Produkten wird diese Gruppe nicht berücksichtigt, da zu wenig Mittel für den Kauf von Strukturierten Produkten vorhanden sein dürften. Anleger mit geringen Potenzial sind Personen, die entweder ein Vermögen kleiner als 100'000 CHF besitzen und ein mittleres Einkommen zwischen 6'000 und 10'000 CHF aufweisen oder etwas mehr Vermögen (100'000 bis 500'000 CHF), aber ein monatliches Einkommen unter 6'000 CHF haben.

Die Gruppe der Käufer mit mittlerem Potenzial besteht aus Anlegern, die wenig Vermögen aufweisen, aber durch ihr hohes monatliches Einkommen von über 10'000 CHF Kapital ansparen könnten. Zudem werden auch Anleger mit einem Vermögen zwischen 100'000 und 500'000 CHF sowie einem durchschnittlichen Einkommen (6'000 bis 10'000 CHF) dieser Gruppe zugeteilt. Als Anleger mit grossem Potenzial gelten Personen, die ein Vermögen von über 500'000 CHF besitzen oder ein mittleres Vermögen (100'000 bis 500'000 CHF) und dafür ein Einkommen über 10'000 CHF aufweisen.

### 7.3 Beurteilung der Nicht-Kenner als potenzielle Käufer

In diesem Abschnitt wird die Gruppe der Nicht-Kenner darauf hin analysiert, ob und unter welchen Voraussetzungen sie ein Strukturiertes Produkt kaufen würden. Zunächst wird erläutert, welche demografischen Daten die Nicht-Kenner aufweisen sowie welches Wissen und welche Risikoneigung sie mitbringen.

<sup>356</sup>Die Unterteilung sowie die Zuteilung zu den vier Kategorien wurde durch den Autor in Kooperation mit Bankkundenberatern der Bank Sarasin erarbeitet.

### 7.3.1 Charakterisierung der Nicht-Kenner

Auffallend ist, dass Nicht-Kenner gemäss den Daten in Tabelle 58 durchschnittlich risikoabgeneigter sind als Besitzer von Strukturierten Produkten und dass sie weniger Kenntnisse in allgemeinen Börsenfragen aufweisen. Es scheint, dass viele Nicht-Kenner aufgrund ihrer Risikoabneigung keine Anlagen tätigen wollen. Hingegen sind bei der Schulbildung und bei den Alterskategorien keine messbaren Unterschiede feststellbar.

Tabelle 58: Risikoneigung und Börsenkenntnisse der Nicht-Kenner im Vergleich zu den Besitzern

|                         | <b>Besitzer</b><br>N=144 | <b>Nicht-Kenner</b><br>N=323 |
|-------------------------|--------------------------|------------------------------|
| <b>Risikoneigung</b>    |                          |                              |
| Risikoabgeneigt         | 22.6%                    | 54.2%                        |
| Risikoneutral           | 60.7%                    | 43.8%                        |
| Risikosuchend           | 16.6%                    | 2.0%                         |
| <b>Börsenkenntnisse</b> |                          |                              |
| Keine Kenntnisse        | 4.7%                     | 31.7%                        |
| Basiskonntnisse         | 49.5%                    | 61.4%                        |
| Gute Kenntnisse         | 33.6%                    | 3.6%                         |
| Sehr gute Kenntnisse    | 12.2%                    | 0.2%                         |

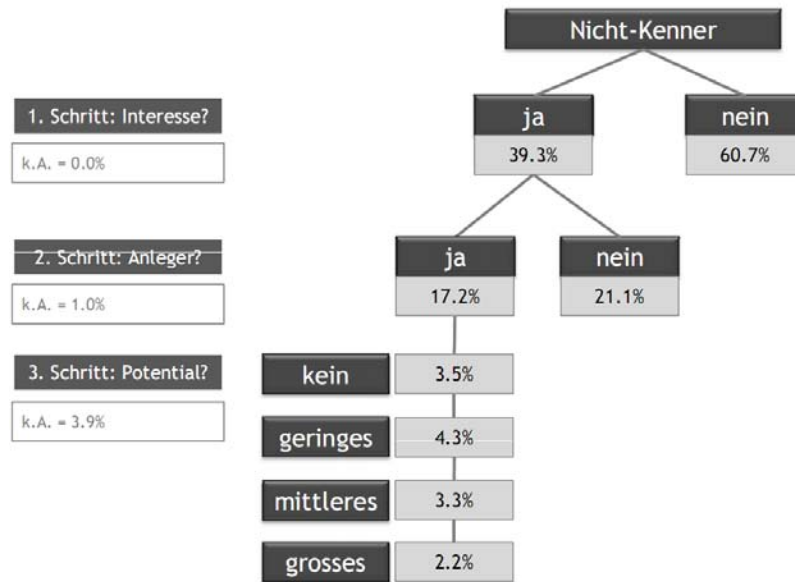
### 7.3.2 Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten bei Nicht-Kennern

Abbildung 54 stellt die zuvor beschriebenen drei Schritte zur Ermittlung des Entwicklungspotenzials von Strukturierten Produkten dar. Die Prozentangaben in der Abbildung beziehen sich zum einfacheren Verständnis immer auf die gesamte Gruppe der Nicht-Kenner, welche in der Schweiz rund 750'000 Personen ausmachen. Über 60% der Nicht-Kenner zeigen kein Interesse an einer der Umschreibungen und kommen daher nicht als potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten in Frage. Die Antworten dieser Personen werden nicht weiter analysiert.

Die verbleibenden 39.3% der Nicht-Kenner werden anschliessend in Anleger (17.2%) und Nicht-Anleger (21.1%) unterteilt, wobei 1.0% aus der untersuchten Menge fällt, da diese Personen keinerlei Angaben zu ihrem Besitz von Anlagen machten. Zuletzt werden die Anleger gemäss dem in Abschnitt 7.2 erklärten dritten Schritt in vier Kategorien eingeteilt, welche das monetäre Potenzial für den Kauf von Strukturierten Produkten widerspiegeln.



Abbildung 54: Identifikation potentieller Käufer: Nicht-Kenner (N=763)



3.9% aller Nicht-Kenner, die zu den Interessenten und Anlegern gezählt werden, machten keine Angaben zu ihrem Vermögen oder monatlichen Einkommen und können deshalb nicht kategorisiert werden. 3.5% werden der Kategorie „kein Potenzial“ zugeordnet, da sie zu wenig Vermögen und Einkommen aufweisen, um potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten zu sein. Als mögliche Anleger in Strukturierte Produkte verbleiben Personen mit geringem finanziellem Potenzial (4.3%), mit mittlerem Potenzial (3.3%) und mit grossem Potenzial (2.2%). Insgesamt können daher knapp 10% aller Nicht-Kenner als potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten identifiziert werden. Wenn die Prozentzahl in Relation zur Grundgesamtheit von 750'000 Nicht-Kennern gestellt wird, ergibt dies 75'000 potenzielle Anleger in Strukturierte Produkte, was der Hälfte der Anzahl Personen entspricht, welche zum Zeitpunkt der Befragung Besitzer von Strukturierten Produkten waren.

### 7.3.3 Wesentliche Erkenntnisse

10% aller Nicht-Kenner weisen Interesse an Strukturierten Produkten auf, besitzen andere Finanzinstrumente und haben auch genügend Vermögen, um potenzielle Käufer dieser Produkte zu sein. Strukturierte Produkte sind diesen Anlegern indessen nicht bekannt, was auch auf das im Vergleich zu Besitzern von Strukturierten Produkten geringere allgemeine Börsenwissen zurückgeführt werden kann. Weiter zeigt sich, dass die Risikoabneigung viel höher ist als bei

Anlegern, die zum Zeitpunkt der Umfrage Strukturierte Produkte besaßen. Aus Sicht der Emittenten bedeutet dies, dass zum einen durch vermehrte und verbesserte Information über den Finanzmarkt sowie über Strukturierte Produkte der Wissensstand dieser Gruppe erhöht werden sollte. Zum anderen könnte risikoabgeneigten Personen aufgezeigt werden, dass Strukturierte Produkte wie z.B. Kapitalschutzprodukte existieren, welche die geringe Risikoneigung eines Anlegers berücksichtigen.

## 7.4 Beurteilung der Noch–Nie–Besitzer als potenzielle Käufer

In diesem Abschnitt werden Gründe betrachtet, weshalb Noch–Nie–Besitzer keine Strukturierten Produkte kaufen. Zudem wird wiederum untersucht, wie gross das Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten bei der Gruppe der Noch–Nie–Besitzer ist.

### 7.4.1 Charakterisierung der Noch–Nie–Besitzer

In Tabelle 59 wird sichtbar, dass Noch–Nie–Besitzer im Vergleich zu den Besitzern eher risikoabgeneigt oder risikoneutral sind, und dass sie über weniger Kenntnisse in allgemeinen Börsenfragen verfügen. Wie auch bei den Nicht–Kennern sind bei der Gruppe der Noch–Nie–Besitzer bei der Ausbildung oder den Alterskategorien keine Unterschiede zu den Besitzern messbar.

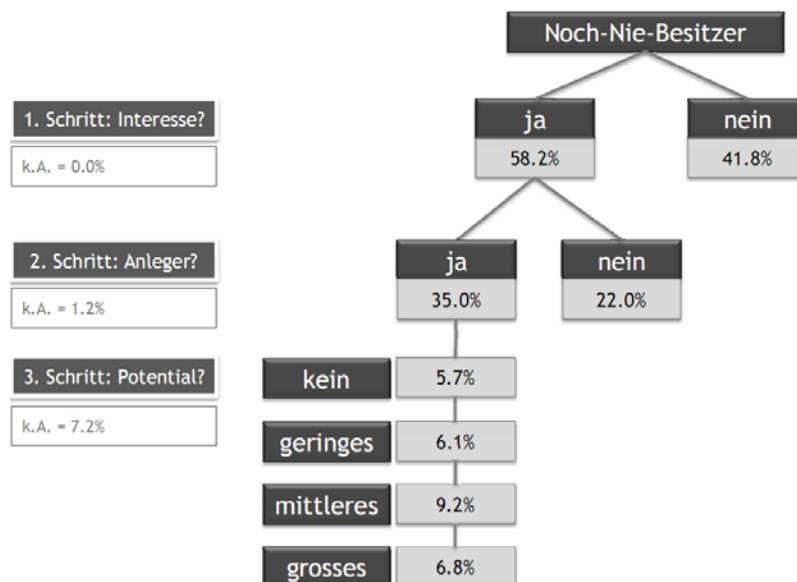
Tabelle 59: Risikoneigung und Börsenkenntnisse der Noch–Nie–Besitzer im Vergleich zu den Besitzern

|                         | <b>Besitzer</b><br>N=144 | <b>Noch–Nie–Besitzer</b><br>N=584 |
|-------------------------|--------------------------|-----------------------------------|
| <b>Risikoneigung</b>    |                          |                                   |
| Risikoabgeneigt         | 22.6%                    | 41.4%                             |
| Risikoneutral           | 60.7%                    | 50.7%                             |
| Risikosuchend           | 16.6%                    | 7.9%                              |
| <b>Börsenkenntnisse</b> |                          |                                   |
| Kein Kenntnisse         | 4.7%                     | 14.7%                             |
| Basiskenntnisse         | 49.5%                    | 65.8%                             |
| Gute Kenntnisse         | 33.6%                    | 16.7%                             |
| Sehr gute Kenntnisse    | 12.2%                    | 2.8%                              |

### 7.4.2 Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten bei Noch–Nie–Besitzern

Zur Ermittlung des Entwicklungspotenzials von Strukturierten Produkten bei Noch–Nie–Besitzern wird wie bei den Nicht–Kennern auf das in Abschnitt 7.2 erläuterte Schema zurückgegriffen, das sich umgesetzt auf Noch–Nie–Besitzer gemäss Abbildung 55 präsentiert. Die Prozentangaben in der Abbildung beziehen sich stets auf alle Noch–Nie–Besitzer. Knapp 60% der Noch–Nie–Besitzer zeigen Interesse an einem Strukturierten Produkt. Die restlichen 40% interessieren sich für keine der Umschreibungen und werden daher nicht weiter analysiert, da sie nicht als potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten in Frage kommen. 35% aller Noch–Nie–Besitzer interessieren sich für Strukturierte Produkte und sind zudem im Besitz mindestens einer anderen Anlage. Deswegen werden sie als potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten eingestuft. 22% aller Noch–Nie–Besitzer zeigen zwar Interesse an Strukturierten Produkten, sind jedoch zum Zeitpunkt der Umfrage nicht im Besitz eines anderen Finanzinstruments und werden deshalb wie diejenigen Personen (1.2%), die keine Angaben zu ihrem Besitz gemacht haben, nicht weiter analysiert. Beim Vergleich mit den Resultaten der Nicht–Kenner zeigt sich deutlich, dass Personen, die schon einmal von Strukturierten Produkten gehört hatten, mehr Interesse an den Umschreibungen der Produktkategorien aufwiesen und somit eher als potenzielle Käufer in Frage kommen.

Abbildung 55: Identifikation potenzieller Käufer: Noch–Nie–Besitzer (N=1'005)



Die 35% der interessierten Anleger unter den Noch–Nie–Besitzern teilen sich wie folgt auf: 7.4% haben keine Angaben zu ihrem Vermögen oder ihrem monatlichen Einkommen gemacht und werden deshalb keiner finanziellen Potenzial-Kategorie zugeteilt. Der Anteil an Personen ohne finanzielles Potenzial (6%) ist bei den Noch–Nie–Besitzern deutlich geringer als derjenige von Anlegern (22%), die bezüglich ihres Vermögens und Einkommens als potenzielle Käufer gelten. 6.1% der Noch–Nie–Besitzer sind Käufer mit geringem Potenzial, 9.2% mit einem mittleren Potenzial und 6.8% weisen ein grosses Potenzial auf. Ausgehend von einer Grundgesamtheit von rund einer Millionen Noch–Nie–Besitzern ergibt dies 220'000 potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten. Dies übertrifft die Anzahl an ungefähr 150'000 Anlegern, die sich zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz von Strukturierten Produkten befanden.

#### 7.4.3 Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten

Gründe, welche gegen den Kauf von Strukturierten Produkten sprechen, gibt es unterschiedliche. Die Fragestellung in der Umfrage wurde offen gestaltet, um den Befragten die Möglichkeit zu geben, ihre Gründe ohne Beeinflussung durch vorgegebene Kategorien aufzuzählen. Anschliessend wurden die Antworten vordefinierten Kategorien zugeordnet. Ausgewertet wurden in Tabelle 60 die häufigsten Antworten von an Strukturierten Produkten interessierten Anlegern und Nicht–Anlegern, wobei zur Interpretation der Resultate beachtet werden muss, dass Mehrfachantworten erlaubt waren.

Tabelle 60: Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten nach Anlegern und Nicht–Anlegern

|   | <b>Interessenten</b> |                        |
|---|----------------------|------------------------|
|   | Anleger<br>N=352     | Nicht–Anleger<br>N=221 |
| <b>Gegen den Kauf sprechende Gründe</b>   |                      |                        |
| Vermögen anders investiert                | 26.3%                | 13.4%                  |
| Keine Kenntnisse                          | 25.4%                | 15.8%                  |
| Kein Vermögen verfügbar                   | 22.8%                | 40.5%                  |
| Kein Interesse / Zu zeitintensiv          | 15.1%                | 15.0%                  |
| Kein Vertrauen / Kritik an Produkten      | 13.6%                | 11.7%                  |
| Kein Risiko / keine Vermögensschwankungen | 10.7%                | 13.3%                  |

Die Reihenfolge der wichtigsten Gründe unterscheidet sich zwischen Anlegern und Nicht–Anlegern. Der wichtigste Grund für an Strukturierten Produkten interessierten Anleger unter den Noch–Nie–Besitzern ist, dass sie ihr Vermögen bereits in andere Finanzinstrumente wie Aktien oder Obligationen investiert ha-

ben. Ein verwandtes Motiv ist, kein Vermögen frei verfügbar zu haben. Dies trifft häufig auf Personen zu, die in Immobilien investiert haben. Bei Nicht-Anlegern besitzen über 40% zu wenig Vermögen, um Anlageinstrumente zu kaufen. Bedeutend geringer als bei den Anlegern ist der Anteil derjenigen, die angeben, andere Anlagen zu besitzen. Diese Personen besitzen keine Anlageinstrumente im engeren Sinn, sondern haben z.B. eine Immobilie gekauft oder eine Lebensversicherung abgeschlossen und werden daher dennoch den Nicht-Anlegern zugeordnet.

Das zweithäufigste Motiv sind mangelnde Kenntnisse über Strukturierte Produkte, wobei dies von Anlegern häufiger genannt wird als von Nicht-Anlegern. Kein Interesse oder zu wenig Zeit als Grund für den Nicht-Kauf ist mit einem Anteil von 15% bei beiden Gruppen gleich wichtig. Bei Anlegern folgen an fünfter Stelle Aspekte, welche Kritik an Strukturierten Produkten zusammenfassen.<sup>357</sup> Die letzte Kategorie umfasst alle Antworten von Personen, die kein Risiko eingehen oder keinen Vermögensschwankungen ausgesetzt sein wollen. Nachfolgend wird nochmals auf Gründe eingegangen, die gegen den Kauf eines Strukturierten Produkts sprechen ( $\leftrightarrow$  Tabelle 61). Dabei werden ausschliesslich Antworten von Personen analysiert, die als potenzielle Käufer gelten. Auffallend ist, dass die beiden wichtigsten Gründe keine frei verfügbaren Mittel und die sonstige Anlage des Vermögens sind. Diese Anleger haben aktuell zu wenig Liquidität, um Strukturierte Produkten zu kaufen. Wenn jedoch genügend Liquidität vorhanden ist, besteht die Möglichkeit, dass sie in Strukturierte Produkte investieren. Fehlende Kenntnisse über Strukturierte Produkte sind der drittwichtigste Grund, und an vierter Stelle folgt das fehlende Vertrauen oder die Kritik an Strukturierten Produkten wie fehlende Transparenz sowie zu hohe Kosten und Komplexität.

#### **7.4.4 Wesentliche Erkenntnisse**

Das Entwicklungspotenzial innerhalb der Gruppe der Noch-Nie-Besitzer ist mit über 200'000 Interessenten beachtlich, und diese Gruppe scheint auch leichter zugänglich zu sein als diejenige der Nicht-Kenner, da Noch-Nie-Besitzer schon über Vorwissen über Strukturierte Produkte sowie über auch etwas mehr Kenntnisse in allgemeinen Börsenfragen verfügen. Die Analyse der gegen einen Kauf

---

<sup>357</sup> Unter diesem Punkt wurden folgende Antworten subsumiert:

Fehlendes Vertrauen, fehlende Transparenz, zu hohe Kosten, zu hohe Komplexität, Gegenparteerisiko und zu unübersichtlicher Markt.

Tabelle 61: Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten von Anlegern mit monetärem Potenzial

|   | Interessenten |
|---|---------------|
| <b>Gegen den Kauf sprechende Gründe</b>   |               |
| Kein Vermögen verfügbar                   | 25.8%         |
| Vermögen anders investiert                | 23.8%         |
| Keine Kenntnisse                          | 22.2%         |
| Kein Vertrauen / Kritik an Produkten      | 15.8%         |
| Kein Interesse / Zu zeitintensiv          | 13.7%         |
| Kein Risiko / keine Vermögensschwankungen | 12.9%         |

N=362

sprechenden Gründe zeigt, dass durch die Emittenten und die beratenden Finanzinstitute noch Anstrengungen in Richtung transparenter und verständlicher Information unternommen werden müssten. So könnte Anlegern, die heute keine Strukturierten Produkte kaufen, da sie zu wenige Kenntnisse oder kein Vertrauen haben, der Einstieg mit zusätzlichen Informationen erleichtert werden. Die Analyse zeigt indessen auch, dass nicht alle potenziellen Anleger Interesse haben, Strukturierte Produkte zu kaufen. Häufig will diese Gruppe von Befragten kein Risiko eingehen, weshalb auf den Kauf von Strukturierten Produkten verzichtet wird.

Diese Resultate zeigen, dass die Fragestellung 8<sup>358</sup> nur für einen Teil der Anleger positiv beantwortet werden kann. Fehlendes Vertrauen infolge zu hoher Kosten oder mangelnder Transparenz ist ein möglicher Grund, keine Strukturierten Produkte zu kaufen. Andere Gründe wie fehlende Kenntnisse oder anderweitige Anlage des Vermögens werden bei den Noch–Nie–Besitzern häufiger angegeben. Für die Emittenten von Strukturierten Produkten lässt sich der Schluss ziehen, dass mit erhöhter Transparenz zumindest einem Teil der Noch–Nie–Besitzer Strukturierte Produkte als Anlageinstrument näher gebracht werden könnten.

## 7.5 Beurteilung der Ex–Besitzer als potentielle Käufer

Die mit 4.4% Anteil an der Bevölkerung kleinste Gruppe, die Ex–Besitzer, sind eine hochinteressante Gruppe. Die Analyse der von den Ex–Besitzern angegebenen Gründe, die gegen den Besitz von Strukturierten Produkten sprechen, ermöglicht Aussagen darüber, weshalb Anleger ihr Vermögen nicht mehr in Strukturierte Produkte investieren.

<sup>358</sup> „Kaufen Anleger keine Strukturierten Produkte, da sie aufgrund zu hoher Kosten oder der Intransparenz kein Vertrauen in diese Produkte haben?“ (siehe S. 97)

### 7.5.1 Charakterisierung der Ex-Besitzer

Wie aus Tabelle 62 ersichtlich ist, unterscheiden sich Ex-Besitzer sowohl in der Risikoneigung wie auch beim Kenntnisstand über Strukturierte Produkte kaum von der Gruppe der Besitzer. Die Nicht-Anlage in Strukturierte Produkte der Ex-Besitzer kann scheinbar nicht auf eine unterschiedliche Risikoneigung oder fehlendes Wissen in allgemeinen Börsenfragen zurückgeführt werden.

Tabelle 62: Risikoneigung und Börsenkenntnisse der Ex-Besitzer im Vergleich zu den Besitzern

|                         | <b>Besitzer</b><br>N=144 | <b>Ex-Besitzer</b><br>N=70 |
|-------------------------|--------------------------|----------------------------|
| <b>Risikoneigung</b>    |                          |                            |
| risikoabgeneigt         | 22.6%                    | 24.5%                      |
| risikonneutral          | 60.7%                    | 61.6%                      |
| risikosuchend           | 16.6%                    | 13.9%                      |
| <b>Börsenkenntnisse</b> |                          |                            |
| Kein Kenntnisse         | 4.7%                     | 3.5%                       |
| Basiskenntnisse         | 49.5%                    | 50.0%                      |
| Gute Kenntnisse         | 33.6%                    | 34.6%                      |
| Sehr gute Kenntnisse    | 12.2%                    | 11.9%                      |

### 7.5.2 Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten bei Ex-Besitzern

Das Entwicklungspotenzial bei den Ex-Besitzern wird nicht wie bei den Nicht-Kennern oder Noch-Nie-Besitzern ermittelt. Die Gruppe der Ex-Besitzer wurde befragt, ob in den nächsten Jahren Interesse an einem Kauf von Strukturierten Produkten besteht. Knapp 30% haben angegeben, Strukturierte Produkte künftig wieder als Anlageinstrument nutzen zu wollen. Wenn nun zusätzlich das monetäre Potenzial dieser an einem Kauf interessierten Personen berücksichtigt wird, zeigt sich, dass 17'000 Ex-Besitzer potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten sind.

### 7.5.3 Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten

Die Auswertung gemäss Tabelle 63 zeigt einen Vergleich zwischen den Gründen von Ex-Besitzern sowie von Noch-Nie-Besitzern, weshalb sie aktuell nicht im Besitz von Strukturierten Produkten sind. Bei den Motiven gegen den Kauf von Strukturierten Produkten werden deutliche Unterschiede zwischen den beiden Besitzgruppen sichtbar.

Bei Ex-Besitzern ist der am häufigsten genannte Grund, dass sie ihr Vermögen in andere Anlageinstrumente investierten und somit kein frei verfügbares Vermögen haben. Im Gegensatz zu den Noch-Nie-Besitzern zeigt sich, dass Ex-Besitzer Strukturierte Produkte auch häufig nicht mehr kaufen, da sie enttäuscht sind von diesen Finanzinstrumenten und kein Vertrauen mehr in Strukturierte Produkte haben. Anders als bei den Noch-Nie-Besitzern, die eher durch vermehrte Informationen zum Kauf von Strukturierten Produkten motiviert werden könnten, muss bei der Gruppe der Ex-Besitzer zunächst das Vertrauen in Strukturierte Produkte wieder aufgebaut werden.

Tabelle 63: Motive gegen den Kauf von Strukturierten Produkten nach Besitzgruppen

|   | <b>Ex-Besitzer</b><br>N=140 | <b>Noch-Nie-Besitzer</b><br>N=573 |
|---|-----------------------------|-----------------------------------|
| <b>Gegen den Kauf sprechende Gründe</b>   |                             |                                   |
| Vermögen anders investiert                | 26.5%                       | 16.4%                             |
| Kein Vermögen verfügbar                   | 21.6%                       | 31.2%                             |
| kein Vertrauen / Kritik an Produkten      | 20.3%                       | 9.6%                              |
| Schlechte Erfahrungen gemacht             | 14.7%                       | 0.0%                              |
| kein Risiko / keine Vermögensschwankungen | 14.3%                       | 11.2%                             |
| Kein Interesse / zu zeitintensiv          | 7.6%                        | 14.1%                             |
| Keine Kenntnisse                          | 1.9%                        | 22.2%                             |

Dieser Vertrauensverlust bei den Ex-Besitzern muss bei den potenziellen Käufern sowie den sich zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz von Strukturierten Produkten befindlichen Personen vermieden werden. Fehlendem Vertrauen kann durch erhöhte Transparenz und durch eine glaubwürdige Informationspolitik entgegengewirkt werden. Dazu gehört z.B. auch das vom Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte anfangs Juli 2009 eingeführte Risiko-Rating-System, welchem das Konzept des Value-at-Risk zugrundeliegt. Es ermöglicht dem Anleger das Risiko eines einzelnen Produkts besser einzuschätzen und somit das Produkt besser zu verstehen.<sup>359</sup> Jedoch existiert bei der Transparenz in der Preisgestaltung oder bei der Reduktion von Komplexität bei der Konstruktion von Produkten noch grosses Verbesserungspotenzial.

Werden die analysierten Gründe noch nach dem Kriterium des Kaufinteresses untersucht, fällt auf, dass nicht an einem Kauf interessierte Ex-Besitzer viel häufiger fehlendes Vertrauen in Strukturierte Produkte als Grund für den Nicht-Kauf angeben als Ex-Besitzer, die wieder Strukturierte Produkte erwerben.

<sup>359</sup>Vgl. Rasch (2009b).



ben möchten. Zudem zeigt sich, dass beinahe 40% aller nicht kaufinteressierten Ex-Besitzer mindestens ein Barriere-Produkt im Depot hatten, welches die Barriere berührte und somit zur Titellieferung führte. Dieser Anteil ist bei den kaufinteressierten Ex-Besitzern mit gut 25% deutlich geringer.

#### **7.5.4 Wesentliche Erkenntnisse**

Die Gruppe der Ex-Besitzer ist zwar die kleinste Gruppe aller vier Besitzgruppen, und das Entwicklungspotenzial ist daher im Vergleich zu den Noch-Nie-Besitzern oder Nicht-Kennern eher klein. Die Analyse der Gründe, welche für den Verkauf oder die Nicht-Wiederanlage sprechen, liefert jedoch wichtige Erkenntnisse für die Emittenten, in welchen Bereichen Verbesserungspotenzial vorhanden ist, damit aktuelle Käufer von Strukturierten Produkten ihre Produkte weiterhin im Depot halten.

Ex-Besitzer gaben besonders häufig an, schlechte Erfahrungen gemacht und das Vertrauen in Strukturierte Produkte verloren zu haben. Daher werden sie in Zukunft keine solchen Produkte mehr kaufen. Aus diesem Grund müssen aus Sicht der Emittenten Enttäuschungen vermieden werden, indem die Anleger ihrem Kenntnisstand entsprechend über Chancen und Risiken der Produkte informiert werden. Diese Resultate stützen auch eine bejahende Antwort auf die Fragestellung 8<sup>360</sup>.

---

<sup>360</sup> „Kaufen Anleger keine Strukturierten Produkte, da sie aufgrund zu hoher Kosten oder der Intransparenz keine Vertrauen in diese Produkte haben?“ (siehe S. 97)



## 8 Zusammenfassung, Schlussfolgerungen und Ausblick

Abschliessend werden die wichtigsten Erkenntnisse der Arbeit zusammengefasst, ergänzt um eine Übersicht der Antworten auf die in Kapitel 4 erarbeiteten Fragestellungen. Daraus lassen sich verschiedene Handlungsempfehlungen ableiten, die sowohl für die Emittenten als auch für die Privatanleger als Käufer von Strukturierten Produkten nutzbringend sein können. Diese Empfehlungen sollen Impulse für die weitere Entwicklung von Strukturierten Produkten als Anlageinstrument vermitteln.

### 8.1 Strukturierte Produkte als Anlageinstrument für Privatanleger

Ende Dezember 2009 waren 5,5% aller Wertschriftenbestände, die von privaten, inländischen Anlegern in Kundendepots bei Schweizer Banken gehalten wurden, in Strukturierten Produkten angelegt.<sup>361</sup> Dies verdeutlicht, dass Strukturierte Produkte zu einem wesentlichen Anlageinstrument für Privatanleger in der Schweiz geworden sind. Nach den für den Markt für Strukturierte Produkte finanzkrisenbedingt schlechten Jahren 2008 und 2009 zeigten sich 2010 erste Anzeichen einer Erholung. So stieg der Börsenumsatz mit Strukturierten Produkten an der Derivate-Börse Scoach in den ersten drei Monaten des Jahres 2010 um über 30%, und die Anzahl an kotierten Produkten erhöhte sich im selben Zeitraum um 10%.<sup>362</sup>

#### 8.1.1 Strukturierte Produkte aus Sicht der Finance-Theorien

Die neoklassische Finance-Theorie kann die Existenz von Strukturierten Produkten nicht systematisch erklären, da Strukturierte Produkte eine Kombination aus Finanzinstrumenten darstellen, welche schon an den Finanzmärkten gehandelt werden. Aus dieser Sicht können mit Strukturierten Produkten keine neuen Anlagemöglichkeiten und somit keine Mehrwerte für Anleger geschaffen werden.<sup>363</sup> Die neoklassische Finance-Theorie geht indessen von sehr einschränkenden Annahmen wie die aus der Erwartungsnutzen-Theorie stammende Rationalität der Individuen aus. Gerade diese Annahme trifft aber in der Realität bei Entscheidungen unter Unsicherheit nicht in allen Situationen zu.<sup>364</sup> Deshalb

---

<sup>361</sup>Vgl. Schweizerische Nationalbank (2009).

<sup>362</sup>Vgl. SIX Swiss Exchange (2010).

<sup>363</sup>Vgl. Hens und Rieger (2009), S. 2.

<sup>364</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1974), S. 1124.

müssen zur Begründung der Existenz von Strukturierten Produkten alternative Konzepte der Behavioral Finance-Theorie verwendet werden.

Die Behavioral Finance berücksichtigt, dass Individuen bei komplexen Entscheidungen unter Unsicherheit systematisch vom Verhalten abweichen, welches gemäss der Erwartungsnutzen-Theorie zu erwarten wäre. So wird in der Cumulative Prospect-Theorie davon ausgegangen, dass Individuen nur in Gewinnsituationen risikoavers handeln, während sich in Verlustsituationen ein risikosuchendes Verhalten beobachten lässt. Zudem kann gezeigt werden, dass ein Verlust subjektiv stärker schmerzt, als ein Gewinn in identischer Höhe Freude bereitet und dass Individuen die Eintrittswahrscheinlichkeit von selten auftretenden Ereignissen deutlich überschätzen. Umgekehrt wird die Wahrscheinlichkeit von Ereignissen, die regelmässig oder sehr häufig eintreten, systematisch unterschätzt.<sup>365</sup>

Auf Basis der Behavioral Finance lässt sich nun die Existenz von Strukturierten Produkten erklären. Bei Kapitalschutzprodukten beispielsweise erhalten die sich vor Verlusten fürchtenden Anleger einen Schutz gegen Kursrückgänge des Basiswertes. Auch tendieren Anleger dazu, die kleine Wahrscheinlichkeit eines Gewinns zu überschätzen, was zu einer zu positiven Beurteilung dieser Produktkategorie führen kann.

Ein weiteres vordergründiges Argument für Attraktivität von Kapitalschutzprodukten lässt sich anhand der Konstruktion dieses Produkttyps zeigen. Würde ein Anleger selbst ein Kapitalschutzprodukt konstruieren, müsste er eine Obligation sowie eine Call-Option kaufen, was er als Ausgabe empfindet. Für Anleger in ein Kapitalschutzprodukt ist hingegen der durch den Verzicht auf die Zinsen der Obligation finanzierte Kauf einer Call-Option keine Ausgabe, sondern ein entgangener Gewinn, was zu einem kleineren Nutzenverlust und somit zu einer höheren Attraktivität des Produkts führt.

Ein weiteres in der Behavioral Finance beschriebenes Phänomen ist, dass die Darstellung eines Entscheidungsproblems das Entscheidungsverhalten eines Individuums beeinflusst. Dies kann dazu führen, dass Anleger Strukturierte Produkte deshalb als vorteilhaft erachten, weil sie Chancen und Risiken nicht korrekt wahrnehmen. Ein Beispiel für diese Beeinflussung sind die Produkttypen Reverse Convertible und Discount-Zertifikat. Beide Strukturierten Produkte sind aus ökonomischer Sicht beinahe identisch, während aus steuerlicher Sicht Discount-Zertifikate einen Vorteil aufweisen. Dennoch bevorzugen Anleger in der Schweiz Reverse Convertibles. Ein möglicher Grund ist der bei einem Rever-

---

<sup>365</sup>Vgl. Tversky und Kahneman (1992), S. 316–317.

se Convertible ausgeschüttete Coupon, welcher einem Anleger im Vergleich zum Abschlag auf den Einstiegskurs des Basiswertes beim Discount-Zertifikat attraktiver erscheint. Gedanklich verbuchen Anleger den Coupon auf einem mentalen Konto für Konsumausgaben, während der Preisabschlag eher dem mentalen Vermögenskonto zugeordnet wird. Und da Anleger tendenziell den Konsum dem Sparen vorziehen, wirkt ein Reverse Convertible vordergründig attraktiver.

### **8.1.2 Entwicklungspotenzial von Strukturierten Produkten in der Schweiz**

Zum Zeitpunkt der Umfrage im Mai/Juni 2008 befanden sich in der Schweiz über 150'000 Personen im Besitz von Strukturierten Produkten. Dies entspricht einem Anteil von 7,2% der Personen, die zwischen 18 und 74 Jahren alt sind und in ihrem Haushalt die finanziellen Entscheidungen treffen. Die in Kapitel 7 vorgenommene Abschätzung des Entwicklungspotenzials zeigt, dass gemäss den getroffenen Annahmen noch weitere 300'000 Anleger potenzielle Käufer von Strukturierten Produkten sein dürften. Eine Erhöhung des Marktanteils auf 15%, wie dies Exponenten des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte im Jahr 2007 prognostizierten<sup>366</sup>, erscheint bei Ausschöpfung dieses Potenzials realistisch.

Entwicklungspotenzial ist insbesondere im Zusammenhang mit weiblichen Anlegern vorhanden. Der Anteil an Besitzerinnen war zum Zeitpunkt der Umfrage mit 4% deutlich kleiner als der Anteil der Männer (10%). Seitens der Emittenten gilt es zu berücksichtigen, dass Anlegerinnen andere Anlageziele verfolgen als Anleger und dass sie gemäss den Umfrageresultaten andere Quellen zur Informationsbeschaffung über Strukturierte Produkte nutzen. Anlegerinnen informieren sich danach eher in Zeitungen oder Zeitschriften und weniger über das Internet. Emittenten sollten sich deshalb nicht zu einseitig auf den Ausbau der Internet-Präsenz konzentrieren, sondern auch die Verbreitung von Informationsmaterial in Printform verstärken. Im Vergleich zu Anlegern wollen sich Anlegerinnen mit dem Kauf von Strukturierten Produkten häufiger gegen Kursverluste absichern oder für das Alter vorsorgen. Für die Emittenten bedeutet dies, dass das Angebot an Instrumenten wie Kapitalschutzprodukten ausgebaut werden sollte.

---

<sup>366</sup>Vgl. Baer (2007a).

## 8.2 Antworten auf die Fragestellungen

In Kapitel 4 der vorliegenden Arbeit wurden acht Fragestellungen formuliert, welche auf Basis einer in den Kapiteln 5 bis 7 beschriebenen Datenauswertung zu beantworten waren. Nachfolgend sind die Antworten auf die Fragestellungen zusammengefasst. Diese bilden die Basis für die Erarbeitung der wichtigsten Folgerungen und Empfehlungen zuhanden von Emittenten und Privatanlegern.

### Fragestellung 1

*Kaufen Anleger mit kleinen Vermögen eher Strukturierte Produkte als vermögendere Anleger?*

Die erste Fragestellung kann nicht bejaht werden. Zwischen der Höhe des Vermögens und des Anteils an Anlegern, welche Strukturierte Produkte in ihrem Portfolio halten, besteht ein positiver Zusammenhang. Auch wenn unter Berücksichtigung von Transaktionskosten der Kauf von Strukturierten Produkten für Kunden mit kleinem Vermögen attraktiver ist als für vermögende Anleger, besitzen nur 6% aller Anleger mit einem unter 100'000 CHF liegenden Vermögen Strukturierte Produkte, während 39% aller Anleger mit einem Vermögen von über 1 Mio. CHF Besitzer dieser Produkte sind.

Gründe dafür, dass Strukturierte Produkte von vielen Anlegern nicht eingesetzt werden, sind das fehlende Vertrauen sowie mangelnde Kenntnisse über Strukturierte Produkte. Zudem konkurrieren Tracker-Zertifikate mit aktiven Anlagefonds und passiven Indexfonds wie Exchange-Traded-Funds, welche bezüglich der für die Anleger anfallenden Kosten vergleichsweise transparenter sind. Als Emittent gilt es daher, Vertrauen in Strukturierte Produkte zu schaffen, indem Kostentransparenz hergestellt und zudem das Emittentenrisiko reduziert wird. Strukturierte Produkte bieten einem Anleger auch Vorteile. Im Gegensatz zu Anlagefonds kann mit einem Tracker-Zertifikat rasch auf Anlagetrends eingegangen werden, da sich Strukturierte Produkte viel einfacher und kostengünstiger auf den Markt bringen lassen als Anlagefonds.<sup>367</sup> Ausserdem ist bei den meisten Tracker-Zertifikaten im Vergleich zu aktiven Anlagefonds im Voraus bekannt, welche Titel im Aktienkorb stecken, womit sich das eingegangene Risiko für einen Investor besser abschätzen lässt.

### Fragestellungen 2 und 3

*Überschätzen Anleger ihr Wissen über Strukturierte Produkte? Er-*

---

<sup>367</sup>Vgl. Severin (2009).

*zielen sich überschätzende Anleger tiefere Renditen als Anleger, die ihr Wissen über Strukturierte Produkte unterschätzen oder korrekt einschätzen?*

Auch die zweite Fragestellung kann nicht positiv beantwortet werden, da die Mehrheit der Befragten ihre Kenntnisse korrekt einschätzt oder sogar unterschätzt. Lediglich 18% aller sich zum Zeitpunkt der Umfrage im Besitz von Strukturierten Produkten befindenden Personen haben ihre Kenntnisse überschätzt. Dieser relativ kleine Anteil an sich überschätzenden Personen ist indessen als positiv zu werten, da diese Gruppe durchschnittlich eine deutlich schlechtere Rendite erzielt als Anleger, die sich unterschätzen oder richtig einschätzen.<sup>368</sup>

Für einen Privatanleger bedeutet die positive Antwort auf die Fragestellung 3, dass er versuchen muss, sein Wissen über Strukturierte Produkte realistisch einzuschätzen. Das Überschätzen der eigenen Finanzmarktkenntnisse kann insbesondere ein zu häufiges Umschichten des Vermögens und eine zu geringe Diversifikation zur Folge haben. Daraus resultiert infolge der Transaktionskosten eine tiefere Rendite bei gleichzeitig höherem Risiko, welches durch die mangelhafte Diversifikation entsteht.<sup>369</sup>

Vor dem Kauf eines Strukturierten Produkts sollte sich deshalb ein Anleger bewusst sein, ob er das Produkt und dessen Funktionsweise versteht und die Chancen und Risiken ausreichend beurteilen kann. Zur Abschätzung der Risiken eignet sich eine Szenarioanalyse, in welcher der Anleger von einem Worstcase-Szenario der Entwicklung des Basiswertes ausgeht und so die Rendite des Strukturierten Produkts im schlechtesten Fall abschätzt. Ist dieses Worstcase-Szenario für den Anleger aus Portfoliosicht nicht tragbar, sollte vom Kauf dieses Produkttyps abgesehen werden.

Auch aus Sicht der Emittenten erscheint es wichtig, dass die Käufer von Strukturierten Produkten ihre Kenntnisse korrekt einschätzen. 40% aller Anleger mit einer negativen Rendite wollen nämlich ihren Anteil an Strukturierten Produkten reduzieren, während dieser Anteil bei Personen mit einer positiven Rendite nur 13% beträgt.

#### **Fragestellung 4**

*Bevorzugen Anleger Produkttypen mit konvergen Auszahlungsprofilen*

---

<sup>368</sup>Auch beim Aktienhandel konnte ein ähnlicher Effekt nachgewiesen werden. Vgl. Barber und Odean (2001), S. 261–262.

<sup>369</sup>Vgl. Odean (1998), S. 1887–1893.

*gegenüber Produkten mit konkaven oder symmetrischen Profilen?*

Über die Hälfte des Werts aller sich in Kundendepots von inländischen Privatanlegern befindlichen Strukturierten Produkte sind der Kategorie der Kapitalschutzprodukte zugehörig, welche durch ein konvexes Auszahlungsprofil charakterisiert sind. Renditeoptimierungsprodukte mit einem konkaven und Partizipationsprodukte mit einem symmetrischen Profil werden weniger häufig im Portfolio gehalten, was zu einer positiven Beantwortung von Fragestellung 4 führt. Dieses Resultat wird auch dadurch gestärkt, dass Personen, die noch nie im Besitz von Strukturierten Produkten waren, deutlich häufiger Interesse an Kapitalschutzprodukten als an Renditeoptimierungsprodukten zeigten.

Überraschenderweise sind indessen über die Hälfte aller an der Scoach kotierten Strukturierten Produkte Renditeoptimierungsprodukte, entgegen dem den Anlegern zuzumessenden Interesse an dieser Produktkategorie. Auch aus Sicht der Behavioral Finance bringt der Einsatz dieser ein konkaves Auszahlungsprofil aufweisenden Produkte dem Anleger keinen Mehrwert. Ein verbreitetes, auf die Bedürfnisse der Anleger zugeschnittenes Angebot kann – auch zum Vorteil der Emittenten – zu einer höheren Nachfrage nach Strukturierten Produkten führen.

### **Fragestellung 5**

*Wissen Besitzer von Strukturierten Produkten mehr über diese Produkte als Personen, welche zwar den Begriff Strukturierte Produkte schon einmal gehört haben, aber noch nie im Besitz derer waren?*

Durchschnittlich wissen Besitzer und Ex-Besitzer mehr über Strukturierte Produkte als Personen, die noch nie im Besitz dieser Produkte waren. Daher ist auch die Fragestellung 5 zu bejahen. Die Auswertung der Daten der Besitzer von Strukturierten Produkten zeigt indessen, dass der Wissensstand über Strukturierte Produkte deutlich tiefer ist als derjenige über Aktien und Obligationen. Um allfällige Wissenslücken zu schliessen, sollten Privatanleger mehr Zeit für ihre Finanzanlagen im Allgemeinen und für Strukturierte Produkte im Speziellen verwenden. Die Datenanalyse macht deutlich, dass die für die Information über Börsenfragen und Strukturierte Produkte aufgebrauchte Zeit einen positiven Einfluss auf den Wissensstand eines Anlegers hat.

Auch im Interesse der Emittenten ist eine Verbesserung des Kenntnisstands über Strukturierte Produkte in der Schweizer Bevölkerung anzustreben. Der zweitwichtigste Grund von Noch-Nie-Besitzern, keine Strukturierten Produkte zu



erwerben, ist mangelndes Wissen. Zusätzliche, emittentenseitig zur Verfügung gestellte Informationen sollten indessen nicht nur über das Internet verbreitet werden, da insbesondere bei Anlegern mit keinen oder geringen Kenntnissen Zeitungen oder Zeitschriften sowie das Fernsehen derzeit noch wichtigere Quellen zur Informationsbeschaffung sind.

### **Fragestellung 6**

*Führt eine positive Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten zu einem verstärkten Kaufinteresse?*

Personen mit einer positiven Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten tendieren dazu, mittel- bis langfristig Strukturierte Produkte zu erwerben oder ihren Anteil an solchen Produkten auszubauen. Neben der Rendite hat auch die Zufriedenheit mit dem Preis-Leistungsverhältnis einen Einfluss auf die Einstellung gegenüber Strukturierten Produkten. Mit letzterem zufriedene Anleger sind Strukturierten Produkten gegenüber positiver eingestellt als Personen, die unzufrieden mit dem Preis-Leistungsverhältnis sind.

Aus Sicht der Emittenten ergeben sich zwei Ansatzpunkte für Verbesserungen. Zum einen ist das Preis-Leistungsverhältnis bei Strukturierten Produkten für einen Anleger nicht ersichtlich. Damit ein Anleger dieses korrekt einschätzen kann, muss er wissen, wie viel er für die Konstruktion eines Strukturierten Produkts bezahlt und was er dafür erhält. Zum anderen sollte auch der bankenseitige Beratungsprozess verbessert werden. Die Datenauswertung hat gezeigt, dass sich die Einstellung im Zuge der Finanzkrise in den Jahren 2007 und 2008 bei deutlich mehr Anlegern, die von einer Bank beraten wurden, verschlechtert hat als bei Personen, die ihre Anlageentscheidung ohne professionelle Hilfe treffen.

### **Fragestellung 7**

*Erzielen Anleger, die von einem Bankkundenberater unterstützt werden, mit ihren Strukturierten Produkten eine höhere Rendite als Anleger, welche selbst oder mithilfe von Freunden ihre Entscheidungen treffen?*

Die Rendite von Anlegern, die ihren Anlageentscheid mithilfe eines Bankkundenberaters fällen, ist tiefer als diejenige von sich allein entscheidenden Personen. Die Beratung von Banken scheint für einen Anleger in Strukturierte Produkte keinen finanziellen Nutzen zu bringen. Aus Sicht der Emittenten lässt sich wiederum schliessen, dass die bankenseitige Beratung verbessert werden muss.

Dies auch in Anbetracht der Tatsache, dass Anleger mit einer negativen Rendite dazu tendieren, nicht mehr in Strukturierte Produkte zu investieren.

Für Privatanleger zeigt dieses Resultat indessen, dass sie sich nicht immer auf Kaufempfehlungen und Ratschläge von Bankkundenberatern verlassen können. Um die bankenseitigen Empfehlungen kritisch hinterfragen zu können, sollten Privatanleger genügend Zeit investieren, um sich Kenntnisse über Finanzanlagen und spezifisch über Strukturierte Produkte anzueignen.

### **Fragestellung 8**

*Kaufen Anleger keine Strukturierten Produkte, da sie aufgrund zu hoher Kosten oder der Intransparenz kein Vertrauen in diese Produkte haben?*

Fehlendes Vertrauen ist einer von mehreren Gründen, weshalb Anleger keine Strukturierten Produkte kaufen. Ein Fünftel aller Ex-Besitzer und 10% der Noch-Nie-Besitzer kritisiert die zu hohen Kosten oder die mangelnde Transparenz. Mit der Einführung einer Risikokennzahl durch den Schweizerischen Verband für Strukturierte Produkte soll verlorengegangenes Vertrauen wieder zurückgewonnen werden. Der Ausweis dieser Kennzahl ermöglicht es einem Anleger, das Risiko seiner Strukturierten Produkte mit demjenigen traditioneller Anlageinstrumente wie Aktien oder Obligationen zu vergleichen und damit das Verlustpotenzial besser einzuschätzen.

Im Bereich der Kostentransparenz scheint indessen noch viel Verbesserungspotenzial zu bestehen. Im Gegensatz zu Anlagefonds werden bei Strukturierten Produkten die Kosten für den Kauf und das Halten dieser Finanzinstrumente nicht ausgewiesen. Die fehlende Kostentransparenz verunmöglicht einen aussagekräftigen Vergleich zwischen verschiedenen Emittenten und Produkten. Solche Vergleichsmöglichkeiten wären aber eine wichtige Voraussetzung für einen Wettbewerb zwischen den Emittenten, welcher auch die indirekten, nicht sichtbaren Kosten für Strukturierte Produkte reduzieren könnte.

## **8.3 Handlungsempfehlungen für Emittenten und Privatanleger**

Auf Basis der Datenauswertung und der daraus gewonnenen Erkenntnisse lassen sich verschiedene Handlungsempfehlungen für die Emittenten- und die private Anlegerseite ableiten und wie folgt formulieren:

Handlungsempfehlungen an die Emittenten:

- **Schaffung von Kostentransparenz:** Kostentransparenz bei Strukturierten Produkten ist notwendig, um den Anlegern einen Vergleich zwischen verschiedenen Emittenten zu ermöglichen. Auch für die Abschätzung des Preis-Leistungsverhältnisses ist die bei Anlagefonds bereits gegebene Kostentransparenz eine wesentliche Voraussetzung.
- **Bessere Aus- und Weiterbildung der Bankkundenberater:** Die Beratung durch die Banken muss verbessert werden, damit Anleger über Chancen und Risiken beim Kauf von Strukturierten Produkten ausreichend aufgeklärt werden. Zudem kann eine bessere Beratungsqualität verhindern, dass Anleger ihre Kenntnisse überschätzen und deshalb für sie nachteilige Anlageentscheidungen treffen.
- **Besseres Informationsangebot:** Strukturierte Produkte werden von vielen Anlegern als kompliziert eingeschätzt, deshalb sollte das emittentenseitige Informationsangebot sowohl im Internet als auch in den Printmedien ausgebaut werden. Um das Verständnis für Strukturierte Produkte zu fördern, sollten die Informationen nicht allzu finanztechnisch, sondern allgemein verständlich formuliert sein.

Handlungsempfehlungen an die Privatanleger:

- **Interesse an Finanzanlagen:** Anleger sollten ihren Kenntnisstand über Strukturierte Produkte erhöhen, indem sie mehr Zeit in die Informationsbeschaffung über allgemeine Börsenfragen und spezifisch über Strukturierte Produkte investieren. Mehr Wissen erleichtert auch die kritische Auseinandersetzung mit Kaufempfehlungen der Bankkundenberater.
- **Realistisches Einschätzen der eigenen Kenntnisse:** Das Überschätzen der eigenen Kenntnisse führt durchschnittlich zu einer schlechten Rendite. Privatanleger sollten deshalb versuchen, ihr Wissen realistisch einzuschätzen und Überoptimismus zu vermeiden.
- **Verständnis der Chancen und Risiken:** Anleger sollten nur Produkttypen kaufen, deren Chancen und Risiken sie verstehen und abschätzen können.

Strukturierte Produkte sind aus dem Anlagemarkt in der Schweiz nicht mehr wegzudenken. Das in Folge der 2007 eingetretenen Finanzkrise stark beeinträchtigte Marktsegment dieser Produkte war 2010 bereits wieder von einer zumindest moderaten Erholung gekennzeichnet. Insbesondere aufgrund der Tatsache, dass Strukturierte Produkte auch für kleinere Anleger eine individuelle Risiko- und Renditesteuering ermöglichen, dürfte mittel- bis längerfristig ein deutliches Marktwachstum zu erwarten sein. Dabei gilt es jedoch auf Seiten der Finanzindustrie, verstärkt auf die echten Bedürfnisse der Privatanleger einzugehen. Dazu gehören ein Angebot von eher einfachen und gut verständlichen Finanzprodukten, die Schaffung von zusätzlicher Transparenz bezüglich Produktcharakteristika, Kosten und Erlöschancen und eine auch aus Käufersicht angemessene Preisgestaltung. Was die Anlegerseite betrifft, werden die Nachfrager von Strukturierten Produkten und anderen mit gewissen Risiken verbundenen Anlageprodukten gut beraten sein, ihre finanzwirtschaftliche Kompetenz zu verstärken und sich auf für sie nachvollziehbare Produkttypen zu beschränken.





## 9 Anhang

### Anhang 1

Prozentuale Verteilung der Befragten nach Geschlecht, Sprachregion und Alter in der Basisumfrage

|             | Deutschschweiz |     |       | Westschweiz |     |       | Tessin |    |       |
|-------------|----------------|-----|-------|-------------|-----|-------|--------|----|-------|
|             | w              | m   | Total | w           | m   | Total | w      | m  | Total |
| 18–29 Jahre | 134            | 119 | 253   | 64          | 63  | 127   | 22     | 17 | 39    |
| 30–39 Jahre | 143            | 132 | 275   | 71          | 69  | 140   | 23     | 20 | 43    |
| 40–49 Jahre | 122            | 122 | 244   | 60          | 61  | 121   | 19     | 17 | 36    |
| 50–59 Jahre | 104            | 101 | 205   | 51          | 53  | 104   | 21     | 18 | 39    |
| 60–74 Jahre | 125            | 98  | 223   | 60          | 49  | 109   | 22     | 21 | 43    |
| Gesamt      | 628            | 572 | 1'200 | 306         | 295 | 601   | 107    | 93 | 200   |

|             | Gesamte Schweiz |     |       |
|-------------|-----------------|-----|-------|
|             | w               | m   | Total |
| 18–29 Jahre | 220             | 199 | 419   |
| 30–39 Jahre | 237             | 221 | 458   |
| 40–49 Jahre | 201             | 200 | 401   |
| 50–59 Jahre | 176             | 172 | 348   |
| 60–74 Jahre | 207             | 168 | 375   |
| Gesamt      | 1'041           | 960 | 2'001 |

### Anhang 2

Um die statistische Auswertbarkeit aller drei Sprachregionen zu ermöglichen, wurden in der französisch- sowie in der italienischsprachigen Schweiz überproportional viele Interviews geführt. Zur Ermittlung der repräsentativen Gesamtergebnisse müssen daher die drei Sprachregionen wie folgt korrekturgewichtet werden:

|                              | Gewichtungsfaktor |
|------------------------------|-------------------|
| Deutschsprachige Schweiz     | 1.18              |
| Französischsprachige Schweiz | 0.82              |
| Italienischsprachige Schweiz | 0.43              |

### **Anhang 3**

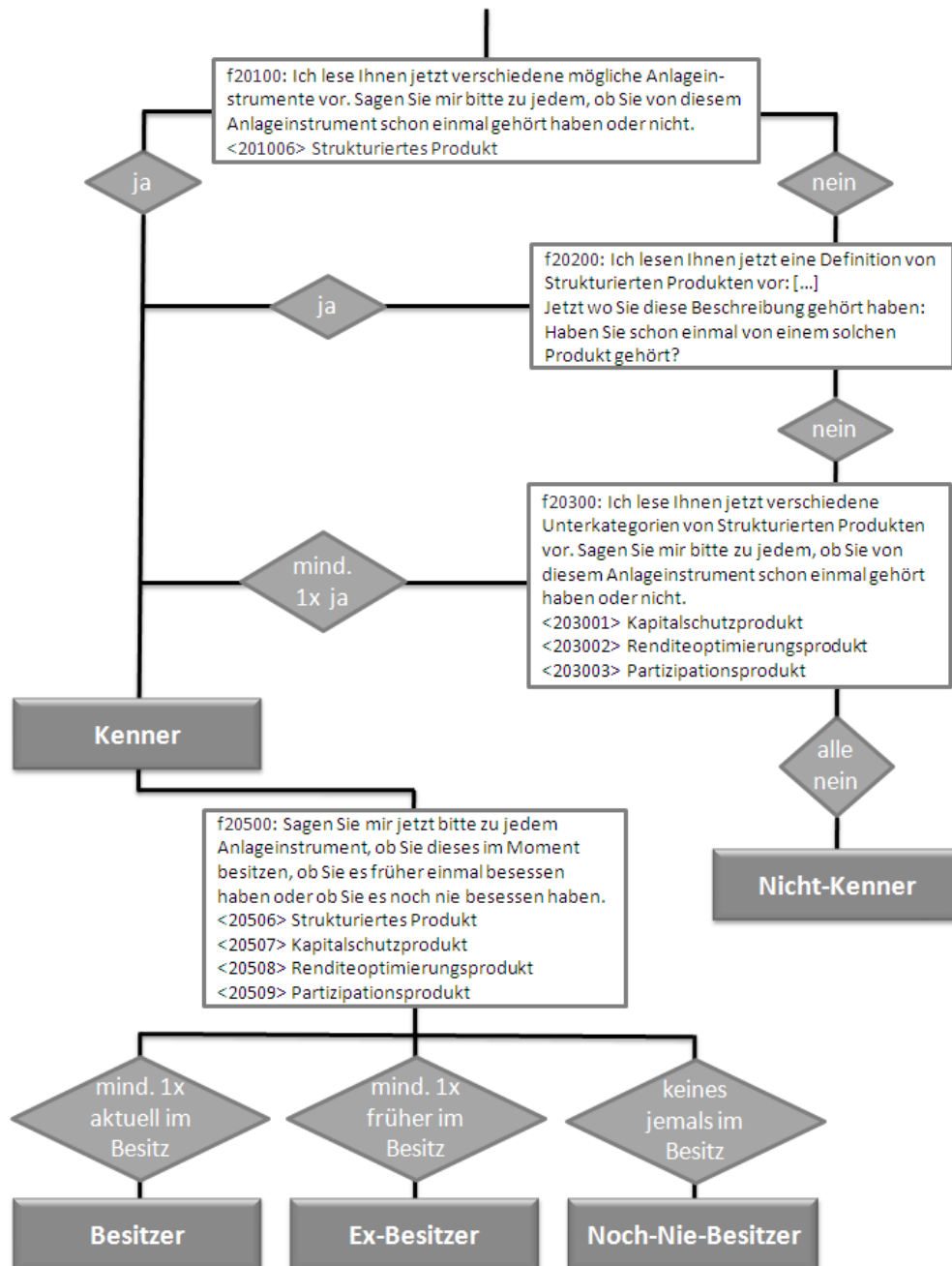
Definition von Strukturierten Produkten, die zur Unterteilung der Besitzgruppen vorgelesen wurde.

«Strukturierte Produkte werden auch Zertifikate genannt und sind Anlageinstrumente, bei denen der Wert von der Entwicklung von einem oder mehreren Basiswerten abgeleitet ist. Als Basiswerte dienen Anlagen wie Aktien, Devisen oder Rohstoffe wie Gold oder Rohöl. Strukturierte Produkte sind aus einer klassischen Anlage, wie beispielsweise einer Aktie, und einem Derivat, wie beispielsweise einer Option, zusammengesetzt. Mit solchen Produkten können individuelle Risikobedürfnisse wie zum Beispiel Schutz vor Vermögensverlusten oder überproportionale Beteiligung an Kursgewinnen abgedeckt werden.»



## Anhang 4

### Flussdiagramm zur Ermittlung der Besitzgruppen



# Anhang 5

## SVSP Swiss Derivative Map 2009

### SVSP SWISS DERIVATIVE MAP®

SVSP Swiss Derivative Map 2009

scoach

payoff.ch

derivatepartners

#### ANLAGEPRODUKTE

| 11 KAPITALSCHUTZ | Kapitalschutz ohne Cap (1100)  | Exchangeable-Zertifikate (1110)  | Kapitalschutz mit Cap (1120)   | Kapitalschutz mit Knock-Out (1130)   | Kapitalschutz mit Coupon (1140)  |
|------------------|--|--|--|--|--|
|                  | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> |

| 12 RENDITEOPTIMIERUNG | Discount-Zertifikate (1200)  | Barrier-Discount-Zertifikate (1210)  | Reverse Convertibles (1220)  | Barrier Reverse Convertibles (1230)  | Capped-Outperformance-Zertifikate (1240)   | Capped-Bonus-Zertifikate (1250)  | Express-Zertifikate (1260)   |
|-----------------------|--|--|--|--|--|--|--|
|                       | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> |

| 13 PARTICIPATION | Tracker-Zertifikate (1300)   | Outperformance-Zertifikate (1310)  | Bonus-Zertifikate (1320)   | Outperformance-Bonus-Zertifikate (1330)  | Twin-Win-Zertifikate (1340)  |
|------------------|--|--|--|--|--|
|                  | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> |

#### HEBEL-PRODUKTE

| 21 HEBEL OHNE KNOCK-OUT | Warrants (2100)  | Knock-Out Warrants (2200)  | Mini-Futures (2210)  |
|-------------------------|--|--|--|
|                         | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> | <b>Markterwartung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Stetig steigender Basiswert</li> <li>Stetigste Volatilität</li> <li>Geringe Kursrückgänge des Basiswerts möglich</li> </ul> |

© Schweizerischer Verband für Strukturinvestments (SVSP) 2009. Quelle: www.hebel.ch, Version 1.0, Oktober 2009.

## Literatur

- Aebersold, C. (2009). Mehr Transparenz bei Strukturierten. *Neue Zürcher Zeitung* vom 27. Januar 2009, S. 21.
- Allais, M. (1953). Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. *Econometrica*, 21, S. 503-546.
- Ammann, D. (2007). Der Einsatz von strukturierten Produkten bei Pensionskassen. *Neue Zürcher Zeitung* vom 28. August 2007, S. 77.
- Ammann, M. & Ising, A. (2007). *Rechtliche Rahmenbedingungen des Wirtschaftsstandortes Schweiz – Strukturierte Produkte* (R. A. der Universität St. Gallen, Hrsg.). Zürich: Dike Verlag.
- AXA. (2008). *Fondswissen International - Schweiz*.
- Backhaus, K., Erichson, B., Plinke, W. & Weiber, R. (2003). *Multivariate Analysemethoden*. Berlin: Springer Verlag.
- Baer, M. (2007a). Ende des Booms ist nicht in Sicht. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag* vom 14. Oktober 2007, S. 119.
- Baer, M. (2007b). Mit Mathematik den Gewinn simulieren. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag* vom 14. Oktober 2007, S. 135.
- Baer, M. (2008a). „Marktüberblick ist nötig“ – Interview mit Jeannette Mutzner. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag* vom 19. Oktober 2008, S. 137.
- Baer, M. (2008b). „Regelmässiges Einkommen“ – Interview mit Esther Thoma. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag* vom 19. Oktober 2008, S. 135.
- Baer, M. (2008c). „Sicherheit mit Partizipation kombiniert“ – Interview mit Georg von Wattenwyl. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag* vom 19. Oktober 2008, S. 139.
- Baer, M. (2009). Farbenspiel mit dem Risiko. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag* vom 18. Oktober 2009, S. 107.
- Baer, M. & Strohm, D. (2009). „Die Kategorie löst ein leichtes Frösteln aus“. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag* vom 18. Oktober 2009, S. 110.
- Bank Pictet. (2009). *The Performance of Shares and Bonds in Switzerland*.
- Bank Sarasin. (2008). *Optionen, Futures und Strukturierte Produkte*.
- Barber, B. M. & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116, S. 261-292.
- Barberis, N., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment.

- Journal of Financial Economics*, 49, S. 307-343.
- Bar-Hillel, M. (1973). On the subjective probability of compound events. *Organizational Behavior and Human Performance*, 9, S. 396-406.
- Baule, R., Rühling, R. & Scholz, H. (2004). Zur Preisstellung der Emittenten von Discountzertifikaten. *Finanz Betrieb*, 12, S. 825-831.
- Behr, P., Graf, H. & Güttler, A. (2008). Risiko-Renditeprofil des neuen Covered-Call-Index der Deutschen Börse. *Kredit und Kapital*, 41, S. 37-58.
- Benet, B. A., Giannetti, A. & Pissaris, S. (2006). Gains from structured product markets: The case of reverse-exchangeable securities. *Journal of Banking & Finance*, 30, S. 111-132.
- Benli, E. & Tolle, S. (1998). Blocs, Lepas, Dipos, Eros und Co./Strukturierte Produkte zur Rendite- und Risikostreuung. *Neue Zürcher Zeitung vom 21. Januar 1998*, S. 71.
- Benninghaus, H. (2005). *Einführung in die sozialwissenschaftliche Datenanalyse*. München/Wien: Oldenbourg Verlag.
- Berger, H. (2007a). Hebel für Vorsorgesparrer. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 4. November 2007*, S. 51.
- Berger, H. (2007b). Hohe Sicherheit ist bei Kapitalanlagen oft teuer. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 30. September 2007*, S. 39.
- Bernard, C. & Boyle, P. (2007). Locally-Capped Investment Products and the Retail Investor. *Working Paper, SSRN*.
- Bernet, D. P. (2007). Der Fünfer und das halbe Weggli. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 4. März 2007*, S. 41.
- Béguelin, P. (2005). Anlegen mit Derivaten: Emittenten können hundert Mal mehr Kurse stellen. *Finanz und Wirtschaft vom 12. November 2005*, S. 13.
- Béguelin, P. (2007a). Strategieindizes werden aktiv verwaltet. *Finanz und Wirtschaft vom 27. Januar 2007*, S. 53.
- Béguelin, P. (2007b). Zertifikate im Fondsmantel. *Finanz und Wirtschaft vom 28. November 2007*, S. 93.
- Béguelin, P. (2008a). Aktien werden nicht unter die Barriere gedrückt. *Finanz und Wirtschaft vom 18. Oktober 2008*, Derivat-Beilage, S. 7.
- Béguelin, P. (2008b). Fachwissen. *Finanz und Wirtschaft vom 23. August 2008*, S. 49.
- Béguelin, P. (2008c). Geschäft mit den neuen Zertifikaten stockt. *Finanz und Wirtschaft vom 22. Oktober 2008*, S. 47.

- Béguelin, P. (2008d). Konkurrenz belebt den Markt. *Finanz und Wirtschaft vom 24. September 2008*, S. 45.
- Béguelin, P. & Kuster, P. (2009). Einfache Instrumente. *Finanz und Wirtschaft vom 21. Oktober 2009*, Sonderbeilage Strukturierte Produkte, S. 8-11.
- Biland, R. (2008). Trügerische Sicherheit. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2008*, S. 73.
- Bischof, T., Lamprecht, A. & Wyss, W. (2007). Vor einem Prospekt für strukturierte Produkte. *Neue Zürcher Zeitung vom 30. Januar 2007*, S. 29.
- Blümke, A. (2009). *How to Invest in Structured Products*. Chichester: John Wiley & Sons, Inc.
- Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer. (1990). 14. Dezember 1990.
- Calaveri, O. & Planta, R. (1992). Aus der Praxis: GROI, CLOU und IGLU: Strukturierte Produkte oder Zauberei? *Financial Markets and Portfolio Management*, 6, S. 118-126.
- Cash. (2007). *Strukturierte Produkte und Derivate Schweiz 2007*.
- Cash. (2008). *Strukturierte Produkte und Derivate Schweiz 2008*.
- Cash. (2009). *Strukturierte Produkte und Derivate Schweiz 2009*.
- Cocca, T. D., von Siebenthal, P. & Volkart, R. (2008). *Aktienbesitz in der Schweiz 2008*.
- Cohen, J., Chesnick, E. I. & Haran, D. (1972). A confirmation of the intertrial-psi effect in sequential choice and decision. *British Journal of Psychology*, 63, S. 41-46.
- Credit Suisse. (2009). *Strukturierte Derivate*. <https://entry.credit-suisse.ch/csfs/p/b2c/de/privatebanking/produkte/strukturiert/produktinfo.jsp> (Letztes Abfragedatum: 30. März 2009).
- Döbeli, B. & Vanini, P. (2007). Stated and Revealed Investment Decisions Concerning Structured Products. *Working Paper 401, NCCR Finrisk*.
- DeBondt, W. F. M. & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40, S. 793-805.
- Delko, K. (1999). Ein Fangnetz für böse Überraschungen – Strukturierte Produkte mit Kapitalschutz. *Neue Zürcher Zeitung*, S. 30.
- Edwards, M. & Swidler, S. (2005). Do equity-linked certificates of deposit have equity-like returns? *Financial Services Review*, 14, S. 305-318.
- Eidgenössische Steuerverwaltung. (2007). *Kreisschreiben Nr. 15 der EStV*. Version vom 7. Februar 2007.
- Ellsberg, D. (1961). Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms. *The Quarterly*

- Journal of Economics*, 75, S. 643-669.
- Espiñeira, D., Mall, U., Züblin, R. & Dorigo, S. (2004). Anleger mit Derivaten: Neugestaltung eines bewährten Instruments ermöglicht eine höhere Rendite. *Finanz und Wirtschaft vom 18. September 2004*, S. 13.
- Fahrmeir, L., Künstler, R., Pigeot, I. & Tutz, G. (2003). *Statistik*. Berlin: Springer Verlag.
- Ferber, M. (2007a). Exotische Anlageprodukte als Ausstiegs-Signal. *Neue Zürcher Zeitung vom 30. Mai 2007*, S. 30.
- Ferber, M. (2007b). Vom Spekulieren zur Kapitalgarantie. *Neue Zürcher Zeitung vom 28. August 2007*, S. 71.
- Ferber, M. (2009). „Sichere“ strukturierte Produkte sind wenig beliebt. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2009*, S. 59.
- Ferri, R. A. (2008). *The ETF Book*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Fischhoff, B., Slovic, P. & Lichtenstein, S. (1977). Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 3, S. 552-564.
- Forrer, F. (2008). *Ausbildungsstand bei Schweizer Bankberatern im Bereich Strukturierte Produkte*. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Universität Zürich.
- Friedman, M. & Savage, L. J. (1948). The Utility Analysis of Choices involving Risk. *Journal of Political Economy*, 66, S. 279-304.
- Gabriel-Schneider, C. (2002). Privataktionäre im Sog der Börsenbaisse – Internet und Corporate Governance mit mehr Bedeutung. *Neue Zürcher Zeitung vom 13. November 2002*, S. 29.
- Gabriel-Schneider, C. (2003). Strukturierte Produkte als Volksanlage? – Verbreitung durch das Credit-Suisse-Programm GIP. *Neue Zürcher Zeitung vom 15. Februar 2003*, S. 29.
- Galbraith, R. C. & Underwood, B. J. (1973). Perceived frequency of concrete and abstract words. *Memory and Cognition*, 1, S. 56-60.
- Gallarotti, E. (2005). Votum gegen die Regulierung strukturierter Produkte. *Neue Zürcher Zeitung vom 15. Dezember 2005*, S. 35.
- Garcia, A. (2009). Strukturierte Produkte – nur gut für Banken und schlecht für Kunden? *Neue Zürcher Zeitung vom 28. Dezember 2009*, S. 21.
- Gerhardt, W. (2008). Strukturierte Produkte am Scheideweg. *Finanz und Wirtschaft vom 24. Dezember 2008*, S. 37.
- Grether, D. M. & Plott, C. R. (1979). Economic theory of choice and the

- preference reversal phenomenon. *The American Economic Review*, 69, S. 623-638.
- Gynomlay, K. (2007). „Emotionen sind kein Nachteil“ – Interview mit Thorsten Hens. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 29. Juli 2007*, S. 30.
- Hamada, R. S. (1969). Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance. *Journal of Finance*, 24, S. 13-31.
- Hens, T. & Bachmann, K. (2008). *Behavioural Finance for Private Banking*. Chichester: John Wiley & Sons, Inc.
- Hens, T. & Rieger, M. O. (2009). The dark side of the moon: structured products from the customer’s perspective. *EFA 2009 Bergen Meetings Paper*.
- Hill, J. M., Balasubramanian, V., Gregory, K. & Tierens, I. (2006). Finding Alpha via Covered Index Writing. *Financial Analysts Journal*, 62, S. 29-46.
- Hill, R. C., Griffiths, W. E. & Judge, G. G. (2001). *Undergraduate Econometrics*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Hobein, G., Neukomm, H. & Schönemann, D. (2007). Gefährliches finanzielles Analphabetentum. *Neue Zürcher Zeitung vom 28. August 2007*, S. 64.
- Hull, J. C. (2006). *Options, futures and other derivatives*. Upper Saddle River: Prantice Hall.
- Jaeger, H.-J. & Weber, M. (2007). Besteuerung von derivativen Finanzinstrumenten im Privatvermögen. *Der Treuhänder*, 11, S. 881-885.
- Jelenz, S. (2001). Wenn sich Nachfrage und Angebot finden – Strukturierte Produkte in der Anlegergunst. *Neue Zürcher Zeitung vom 22. Januar 2001*, S. 24.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L. & Thaler, R. H. (1990). Experimental tests of the endowment effect and the coase theorem. *The Journal of Political Economy*, 98, S. 1325-1348.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L. & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *The Journal of Economic Perspectives*, 5, S. 193-206.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1972). Subjective probability: A judgment of representativeness. *Cognitive Psychology*, 3, S. 430-454.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1973a). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5, S. 207-232.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1973b). On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80, S. 237-251.

- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, S. 263-291.
- Kauffmann, M. (2009). Die Finanzkrise und die Folgen für die Derivate-Branche – Interview mit Wolfgang Gerhardt, Irene Brunner und Georg von Wattenwyl. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2009*, S. 72.
- Kauffmann, M. & Rasch, M. (2009). Die Preismodelle für die Schweiz und Deutschland sind auf dem Prüfstand – Interview mit Christian Reuss. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2009*, S. 61.
- Kuster, P. (2002). Derivatmarkt im ersten Semester 2002: Trend zu mehr Produkten gebrochen. *Finanz und Wirtschaft vom 13. Juli 2002*, S. 13.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B. & Phillips, L. (1982). Calibration of probabilities: The state of the art to 1980. In *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Daniel Kahneman and Paul Slovic and Amos Tversky.
- Lindauer, T. & Seiz, R. (2008). Pricing (Multi-) Barrier Reverse Convertibles. *Working Paper, SSRN*.
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47, S. 13-37.
- Luginbühl, M. & Eymann, P. (2009). Der vereinfachte Prospekt für strukturierte Produkte auf dem Prüfstand. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2009*, S. 67.
- Markowitz, H. (1952a). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7, S. 77-91.
- Markowitz, H. (1952b). The Utility of Wealth. *The Journal of Political Economic*, 60, S. 151-158.
- Marta Szymanowska, J. T. H. & Veld, C. (2008). Reverse Convertible Bonds Analyzed. *Working Paper, SSRN*.
- McConnell, J. J. & Schwartz, E. S. (1986). Lyon taming. *Journal of Finance*, 41, S. 561-576.
- Meier, E. (1997). Ein Sicherheitsnetz in turbulenten Märkten/Investitionen mit Vorbehalt durch strukturierte Produkte. *Neue Zürcher Zeitung vom 17. November 1997*, S. 26.
- Meier, R. T. & Sigrist, T. (2006). *Der helvetische Big Bang. Die Geschichte der SWX Swiss Exchange*. Zürich: NZZ Libro.
- Merz, C. (2003). Bekämpfung der Investitionshindernisse – Leichter Zugang zu Hedge Funds für Privatanleger. *Neue Zürcher Zeitung vom 28. Januar*



- 2003, S. 69.
- Mettler, B. (2004a). Anlegen mit Elektrizitätszertifikaten: Private Investoren können von steigenden Strompreisen profitieren. *Finanz und Wirtschaft vom 29. Mai 2004*, S. 13.
- Mettler, B. (2004b). Rund um Volatilitäten: Warrants-Kauf empfiehlt sich dann, wenn die Schwankungsbreite gering ist. *Finanz und Wirtschaft vom 24. Januar 2004*, S. 13.
- Mettler, B. (2005). Strukturierte Produkte – Immer beliebter. *Finanz und Wirtschaft vom 7. September 2005*, S. 225.
- Moser, I. (2007a). Die Vielfalt der Basiswerte nimmt stetig zu. *Finanz und Wirtschaft vom 13. Oktober 2007*, Derivate-Beilage S. 7.
- Moser, I. (2007b). EBK genehmigt Selbstregulierung. *Finanz und Wirtschaft vom 30. Juni 2007*, S. 51.
- Neumann, J. von & Morgenstern, O. (1953). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton: Princeton University Press.
- Nötzli-Breinlinger, U. (2006). Anhaltender Boom von strukturierten Produkten. *Neue Zürcher Zeitung vom 7. April 2006*, S. 35.
- Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit: When all trades are above average. *The Journal of Finance*, 53, S. 1887-1934.
- o.V. (2004). Verpackungskünstler. *Neue Zürcher Zeitung vom 22. November 2004*, S. 22.
- Pruscha, H. (2006). *Statistisches Methodenbuch*. Berlin: Springer Verlag.
- Ragaz, R. (2004). Immobilienaktien als Obligationenersatz – Strukturierte Produkte mit tiefer Volatilität und positiver Zinskorrelation. *Finanz und Wirtschaft vom 13. November 2004*, S. 28.
- Raithel, J. (2008). *Quantitative Forschung*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Rasch, M. (2004). Die SWX im Derivatehandel unter Zugzwang. *Neue Zürcher Zeitung vom 9. Februar 2004*, S. 22.
- Rasch, M. (2005). Gezerre um Regelung strukturierter Produkte – Brisantes Gegengutachten zur Initiative der EBK. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. September 2005*, S. 22.
- Rasch, M. (2007a). Bis Ende 2008 wollen wir die Euwax als Marktführer überholen. *Neue Zürcher Zeitung vom 28. August 2007*, S. 63.
- Rasch, M. (2007b). Tückenreicher Weg zu neuen Anlagehorizonten. *Neue Zürcher Zeitung vom 28. August 2007*, S. 61.

- Rasch, M. (2008a). Der erste Ernstfall bei den Derivate-Emittenten. *Neue Zürcher Zeitung vom 16. September 2008*, S. 31.
- Rasch, M. (2008b). Verunsicherung und Zähneknirschen nach dem Ernstfall. *Neue Zürcher Zeitung vom 4. Oktober 2008*, S. 29.
- Rasch, M. (2009a). Börsenjahr 2008 – zum Glück ist es vorbei. *Neue Zürcher Zeitung vom 3. Januar 2009*, S. 25.
- Rasch, M. (2009b). Derivate-Verband lanciert Risiko-Kennzahl. *Neue Zürcher Zeitung vom 1. Juli 2009*, S. 27.
- Rasch, M. (2009c). Gefahr mit der Scheinsicherheit. *Neue Zürcher Zeitung vom 24. August 2009*, S. 16.
- Rasch, M. (2009d). UBS und andere bleiben Derivate-Messe fern. *Neue Zürcher Zeitung vom 7. Mai 2009*, S. 27.
- Röder, K. & Lobe, S. (2007). Die Tücken der offensichtlichen und versteckten Kosten bei Zertifikaten. *Neue Zürcher Zeitung vom 28. August 2007*, S. 67.
- Rey, D. & Schmid, M. (2008). Die Tücken der Barrier-Reverse-Convertibles. *Neue Zürcher Zeitung vom 11. August*, S. 24.
- Rieger, M. O. (2008a). Probability misestimation and preferences in financial investment decisions. *Working Paper 511, NCCR Finrisk*.
- Rieger, M. O. (2008b). Strukturierte Produkte – je einfacher, desto besser. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2008*, S. 65.
- Rieger, M. O. (2009). *Optionen, Derivate und strukturierte Produkte*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Roelli, A. (2007). Sechs Leitlinien für den Einsatz im Portfoliomanagement. *Neue Zürcher Zeitung vom 28. August 2007*, S. 85.
- Rohrlack, C. (2007). *Methodik der empirische Forschung* (S. Albers, D. Klapper, U. Konradt, A. Walter & J. Wolf, Hrsg.). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Ross, S. A. (1976). Options and Efficiency. *The Quarterly Journal of Economics*, 90, S. 75-89.
- Roy, A. D. (1952). Safety First and the Holding of Assets. *Econometrica*, 20, S. 431-449.
- Rüthemann, P. (2008). Die zentrale Bedeutung des Market-Maker im Sekundärmarkt. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2008*, S. 81.
- Schumann, S. (2006). *Repräsentative Umfrage*. München/Wien: Oldenbourg Verlag.
- Schweizerische Nationalbank. (2009). *Bankenstatistisches Monatsheft Okto-*

- ber 2009. <http://snb.ch/de/iabout/stat/statpub/statmon/stats/statmon> (Letztes Abfragedatum: 29. Oktober 2009).
- Schweizerische Nationalbank. (2010a). *Erläuterungen zur Erhebung der Wertschriftenbestände (WEBE)*. <http://snb.ch/de/iabout/stat/statpub/statmon/stats/statmon> (Letztes Abfragedatum: 14. Februar 2010).
- Schweizerische Nationalbank. (2010b). *Statistisches Monatsheft Februar 2010*. <http://snb.ch/de/iabout/stat/statpub/statmon/stats/statmon> (Letztes Abfragedatum: 12. April 2010).
- Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte. (2009). *Generelles über Strukturierte Produkte*. <http://www.svsp-verband.ch/home/generelles.aspx?lang=de> (Letztes Abfragedatum: 30. März 2009).
- Scoach. (2009). *Weisungen 16 – Gebühren*. [http://www.scoach.ch/DEU/ueber\\_scoach/handelsregeln](http://www.scoach.ch/DEU/ueber_scoach/handelsregeln) (Letztes Abfragedatum: 29. Oktober 2009).
- Scoach. (2010a). *Allgemeine Geschäftsbedingungen*.
- Scoach. (2010b). *Marktstatistiken*. [http://www.scoach.ch/DEU/ueber\\_scoach/statistiken](http://www.scoach.ch/DEU/ueber_scoach/statistiken) (Letztes Abfragedatum: 6. Februar 2010).
- Senn, R. (2009). *Einsatz von Strukturierten Produkten im Portfoliomanagement*. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Universität Zürich.
- Severin, C. (2009). Strukturierte Produkte wollen besser sein als ihr Ruf. *Neue Zürcher Zeitung vom 22. Oktober 2009*, S. 33.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19, S. 425-442.
- Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Shefrin, H. & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Finance*, 35, S. 127-151.
- SIX Swiss Exchange. (2010). *Monatsberichte*. [http://www.six-swiss-exchange.com/statistics/monthly\\_data/overview/2010\\_de.html](http://www.six-swiss-exchange.com/statistics/monthly_data/overview/2010_de.html) (Letztes Abfragedatum: 6. Februar 2010).
- Städeli, M. (2008). Verrohung der Sitten im Private Banking. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 2. November 2008*, S. 33.
- Stoimenov, P. A. & Wilkens, S. (2005). Are structured products 'fairly' priced? - An analysis of the German market for equity-linked instruments. *Journal of Banking & Finance*, 29, S. 2971-2993.
- Strohm, D. (2008a). Der Verlust an Vertrauen wiegt schwer. *Neue Zürcher*

- Zeitung am Sonntag vom 2. November 2008*, S. 105.
- Strohm, D. (2008b). „Heilsame Entwicklung“ – Interview mit Marc Zahn. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 19. Oktober 2008*, S. 141.
- Strohm, D. & Müller, T. (2008). Strukturierte Produkte in turbulenten Zeiten. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 19. Oktober 2008*, S. 125.
- Studer, R. (2007). Gereifter Markt für strukturierte Produkte. *Neue Zürcher Zeitung vom 20. Juni 2007*, S. 108.
- Studer, R. (2009). Nach dem Innovationsschub die Rückbesinnung auf einfachere Strukturen. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2009*, S. 59.
- Stuttgarter Börse. (2009). *Der Handel*. <http://www.euwax.de/> (Letztes Abfragedatum: 16. April 2009).
- Suvada, P. (2002). Anlegen mit Derivaten: Wie der Investor den Überblick im Dschungel der strukturierten Produkte bewahren kann. *Finanz und Wirtschaft vom 12. Januar 2002*, S. 13.
- Szalay, C. A. & Rasch, M. (2008). „Die Risiken der Barriere-Produkte sind für Privatanleger nicht überschaubar“ – Roundtable mit Thomas Greminger, Markus Leippold, Matthias Schäfer, Roger Studer und Stéphane Wüthrich. *Neue Zürcher Zeitung am Sonntag vom 19. Oktober 2008*, S. 141.
- Szczesny, A. (2007). *Optionsscheine, Zertifikate und strukturierte Produkte*. HSBC Trinkaus.
- Tester, E. (2009). Risiken von Struktis simulieren. *Finanz und Wirtschaft vom 15. August 2009*, S. 37.
- Tester, E. & Béguelin, P. (2009a). Preisvergleich für Zertifikate. *Finanz und Wirtschaft vom 22. August 2009*, S. 37.
- Tester, E. & Béguelin, P. (2009b). Zertifikate fortwährend beurteilen. *Finanz und Wirtschaft vom 4. November 2009*, S. 37.
- Tester, E. & Manhart, P. (2009). Den Anleger abholen. *Finanz und Wirtschaft vom 12. September 2009*, S. 41.
- Thaler, R. H. (1980). Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, S. 39-60.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, S. 183-206.
- Tobin, J. (1958). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, 25, S. 65-86.
- Tolle, S., Hutter, B., Rüthemann, P. & Wohlwend, H. (2007). *Strukturierte Produkte in der Vermögensverwaltung*. Zürich: NZZ Libro.

- Tolle, S., Hutter, B., Rüthemann, P. & Wohlwend, H. (2010). *Swiss Derivative Guide*. Zürich: Stocks.
- Toutenburg, H., Schomaker, M., Wissmann, M. & Heumann, C. (2009). *Arbeitsbuch zur deskriptiven und induktiven Statistik*. Berlin: Springer Verlag.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185, S. 1124-1131.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211, S. 453-458.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1986). Rational choice and the framing of decisions. *The Journal of Business*, 59, S. 251-278.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, S. 297-323.
- UBS. (2009). *Strukturierte Produkte*. [http://www.ubs.com/1/g/ubs\\_ch/wealth\\_management\\_switzerland/investing/structured\\_products.html](http://www.ubs.com/1/g/ubs_ch/wealth_management_switzerland/investing/structured_products.html) (Letztes Abfragedatum: 30. März 2009).
- Volkart, R. (2008). *Corporate Finance*. Zürich: Versus Verlag.
- Volkart, R. & Wilding, B. (2009). Der überforderte Privatanleger. *Neue Zürcher Zeitung vom 26. August 2009*, Sonderbeilage Derivate Produkte S. 13.
- Wallmeier, M. & Diethelm, M. (2008). Market Pricing of Exotic Structured Products: The Case of Multi-Asset Barrier Reverse Convertibles in Switzerland. *Working Paper, SSRN*.
- Wiesendanger, S. (2008). *Analyse der Renditen von börsenkotierten Strukturierten Produkten in der Schweiz*. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Universität Zürich.
- Wilkens, M. & Scholz, H. (2000). Reverse Convertible und Discount-Zertifikate - Bewertung, Pricingrisiko und implizite Volatilität. *Finanz Betrieb*, 3, S. 171-179.
- Williams, C. A. (1966). Attitude towards Speculative Risks as an Indicator of Attitudes towards Pure Risks. *The Journal of Risk and Insurance*, 33, S. 577-586.
- Wohlwend, H. (2001). *Der Markt für strukturierte Produkte in der Schweiz*. Bern: Haupt Verlag.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Mason: MIT Press.
- Zinnà, V. (2008). Viele Anleger wissen nicht, was sie kaufen. *Neue Zürcher*

*Zeitung vom 26. August 2008, S. 73.*

# Lebenslauf

Benjamin Wilding, geboren am 16. Januar 1979, studierten Wirtschaftswissenschaften mit Studienrichtung Finance an den Universitäten Zürich und Wien. Anschliessend durchlief er ein Doktorandenstudium mit dem Schwerpunkt Corporate Finance an der Universität Zürich, während dessen er als wissenschaftlicher Assistent von Prof. Dr. Rudolf Volkart am Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich arbeitete. Sein Aufgabengebiet umfasste neben der universitären Lehre und Forschung und externer Dozententätigkeit die Leitung eines Teams, das für die Entwicklung von eLearning-Lehrgänge verantwortlich war.